

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

**LA RELATION ENTRE LE DÉVELOPPEMENT
ET LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE :
CAS DU VIETNAM**

**MÉMOIRE
PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES**

**PAR
NGUYEN THI THANH THAO**

DÉCEMBRE 2005

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

D'emblée j'aimerais remercier Monsieur Alain Coën, qui a bien voulu encadrer et diriger ce mémoire. Sa disponibilité et ses conseils auront été précieux pour mener à bien ce projet.

Je tiens également à remercier Monsieur Guy Goulet, Directeur du Centre d'Études et de Recherche sur le Vietnam (CEREV), pour l'opportunité qu'il m'a donnée de faire des études à l'Université du Québec à Montréal (UQÀM). Son constant soutien s'est révélé être un atout inestimable tout au long de mes études à l'UQÀM.

Mes remerciements vont également à ma famille et mes amis qui n'auront cessé de m'encourager durant toutes ces années.

Je ne saurais omettre de souligner le soutien moral et affectif de mon fiancé Tung, dont les conseils et les encouragements m'auront aidé à traverser les périodes difficiles.

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS	i
LISTE DES GRAPHIQUES	iv
LISTE DES TABLEAUX	v
RÉSUMÉ	vii
INTRODUCTION	1
PARTIE I : CADRE THÉORIQUE	3
MARCHÉ : PRINCIPAUX CONCEPTS ET RÔLE DU SYSTÈME FINANCIER DANS LE PROCESSUS DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE	3
CHAPITRE I	4
PRINCIPALES THÉORIES FONDATRICES	4
1.1. Adam Smith	4
1.2. David Ricardo	8
1.3. Karl Marx	11
1.4. John Maynard Keynes	14
CHAPITRE II	18
PRINCIPALES ÉCOLES ÉCONOMIQUES MODERNES	18
2.2. Libéralisation financière pour la croissance économique	22
2.3. Interaction entre le développement du système financier et le développement économique	24
PARTIE II	33
ÉTUDE DE CAS : LE VIETNAM	33
CHAPITRE III	35
ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE AU VIETNAM	35
CHAPITRE IV	39
PRÉSENTATION DU SYSTÈME FINANCIER	39
4.1. Système bancaire et marchés financiers	39
4.2. Bourse	41

CHAPITRE V	43
RÉFORME FINANCIÈRE	43
5.1. Libéralisation financière et réforme bancaire : L'expérience de la Chine	43
5.1.1. Abaissement du taux de réserve obligatoire :	48
5.1.2. Taux d'intérêt :	51
5.1.3. Taux de change.....	54
5.1.4. Privatisations :	56
5.1.5. Autorisation des participations étrangères dans les activités bancaires au Vietnam	59
5.2. Marché boursier : L'expérience de la Thaïlande et de la Chine.....	63
PARTIE III	70
CONCLUSION	70
BIBLIOGRAPHIE.....	72

LISTE DES GRAPHIQUES

Figure 2.1 : L'approche fonctionnelle de la finance et de la croissanceiv

Figure 5.1 : Taux de change Dong/USD, 1999-2004iv

Figure 5.2 : Graphique de l'indice Vn-index du 24/07/2000 au 01/08/200565

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 3.1 : Taux de croissance PIB du Vietnam entre 1986-2004 et la prévision 2005	36
Tableau 3.2 : Les indicateurs internes et externes du Vietnam de 2002-2004 et la prévision 2005.....	37
Tableau 5.1 : Taux d'épargne et d'investissement de 1989 à 2001	45
Tableau 5.2 : Taux d'intérêt, taux d'inflation et rendement en Dong, 1992-2004	47
Tableau 5.3 : Réserve obligatoire pour les institutions financières du Vietnam de 1999-2003	50
Tableau 5.4 : La chronologie de la politique de libéralisation du taux d'intérêt de la Chine depuis 1990 à 2004	53
Tableau 5.5 : La liste des représentations de banques étrangères au Vietnam.....	60
Tableau 5.6 : Échelle de transaction dans le marché boursier	66

RÉSUMÉ

Nombre d'économistes considèrent le développement financier comme un atout dans le processus de développement économique. La relation développement financier - développement économique a fait l'objet de plusieurs travaux tant théoriques que empiriques. Dans cette étude, nous revenons sur la relation entre le développement financier et la croissance économique dans le cas de Vietnam eût égard à la spécificité de ce pays communiste en transition de l'économie planifiée vers l'économie de marché.

Ce mémoire comporte deux parties. Dans la première partie, nous présentons et résumons les approches et concepts inhérents au développement de l'économie de marché sous l'angle de l'école classique amenée par Adam Smith et David Ricardo, mais aussi sous l'angle d'analyses alternatives à l'instar de Karl Marx et John Maynard Keynes. Parallèlement à cette revue des théories fondatrices, nous nous consacrons à examiner l'interaction entre le développement financier et la croissance économique. De cette synthèse des contributions tant théoriques que empiriques, il ressort que la structure du système financier affecte à la fois le volume et la nature des investissements, la politique de libéralisation financière ainsi que le taux de croissance économique.

Dans la deuxième partie, nous présentons la structure du système financier du Vietnam à la lumière du processus de libéralisation et d'ouverture initiée depuis les années 90, en examinant notamment les éléments de la politique de réforme financière dans cette période de transition vers une économie de marché. Un parallèle avec la politique de réforme financière en Chine et en Thaïlande dans les années précédentes nous permet de croire que le processus initié au Vietnam est sur la bonne voie et adapté à l'actuelle dynamique régionale. Cependant, le Vietnam gagnerait à s'inspirer des expériences de réforme et de libéralisation financière de la Chine et de la Thaïlande pour accélérer son propre processus et faciliter son intégration à l'économie régionale. Au-delà des efforts déjà entrepris, le système financier du Vietnam est encore peu développé et fortement sujet à l'intervention de l'État. Depuis, la politique financière reste pour le moment moins ouverte que celles des pays voisins. Il en résulte une entrave au processus de développement économique.

INTRODUCTION

Suite au sixième congrès du Parti Communiste en 1986, le Vietnam s'est engagé dans un processus de libéralisation et d'ouverture de son économie - appelé Doi Moi ou « renouveau » dans la phraséologie du pouvoir en place. L'objectif fondamental de cette politique de « renouveau » est le passage d'une économie planifiée vers une économie de marché. Ainsi, depuis le début de cette période de transition, les échanges ont été progressivement libéralisés. Toutefois, l'on dénote encore quelques élans protectionnistes dans certains secteurs, à l'instar du secteur financier, et les mesures entreprises ne semblent pas obéir à un réel objectif de spécialisation stratégique. La perspective de l'adhésion prochaine à l'Organisation Mondiale du Commerce joue cependant comme un incitatif puissant en faveur des réformes financières de l'économie vietnamienne.

Depuis ce changement radical, le pays est entré dans une phase nouvelle. La politique de réforme financière nécessite en effets des efforts économiques pour faire face aux besoins financiers qui dépassent largement les ressources dont dispose le pays. Des réformes financières et bancaires sont donc nécessaires non seulement pour attirer les capitaux étrangers mais aussi pour les allouer efficacement en vue d'assurer les conditions d'un décollage économique.

Dans ce contexte de transition d'une économie planifiée vers une économie de marché, le gouvernement vietnamien est confronté à plusieurs difficultés, dont la politique de réforme financière et bancaire qui s'avère être une question difficile. En effet, le système bancaire au Vietnam est peu développé et encore dirigé par l'État. Le marché financier est peu développé, le marché bousier est très jeune et son volume de transaction demeure très modeste. Le Vietnam fait donc face à un problème en ce qui concerne le développement d'un système financier approprié à même de stimuler et soutenir la croissance économique. L'objectif de ce travail est par conséquent d'explorer la relation entre le développement financier et la croissance économique en l'appliquant notamment au Vietnam. Notre travail s'articule autour

de deux axes principaux. Dans un premier temps, nous rappellerons les principaux travaux théoriques qui se sont développés pour appréhender la relation entre le système financier et la croissance économique. Dans un deuxième temps, nous présenterons la structure du système financier du Vietnam et nous étudierons les réformes financières et bancaires adoptées depuis 1986. En particulier, nous examinerons la réforme du système financier du Vietnam à la lumière des expériences de la Chine et de la Thaïlande.

PARTIE I : CADRE THÉORIQUE

Marché : Principaux concepts et rôle du système financier dans le processus de développement économique

Une caractéristique commune à la quasi-totalité des pays dit développés est qu'ils sont régis par les lois du marché, une place centrale étant donnée aux agents privés. L'analyse des interactions entre agents économiques dans le cadre du marché devrait donc se révéler riches d'enseignements, non seulement pour comprendre les bonnes performances de certains pays, mais aussi pour suggérer des voies d'avenir à ceux des pays dont les performances seraient jugées peu satisfaisantes. Cette partie propose ainsi un exposé des principales conceptions du cadre d'interaction idéale entre les acteurs d'une même économie.

Nous débuterons notre analyse par les conceptions libérales d'inspiration classique - Adam Smith, David Ricardo. Nous exposerons ensuite la thèse marxiste et finirons avec l'analyse de Keynes.

CHAPITRE I

PRINCIPALES THÉORIES FONDATRICES

1.1. Adam Smith

Fondateur de l'école classique d'économie politique, l'économiste anglais Adam Smith (1723-1790) est surtout connu pour son ouvrage *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations* (1776), dans lequel il soutient que la seule tâche du gouvernement devrait être de maintenir l'ordre et la loi, en limitant au minimum les contraintes légales pesant sur le commerce et les prix. Ses écrits ont exercé une profonde influence sur nombre de théories économiques postérieures, qu'il s'agisse de celles de David Ricardo ou de Keynes.

Le concept de marché tel que nous le connaissons de nos jours découle ainsi de cette vision de l'économie. Smith considère en effet le marché comme une institution qui gère les ressources, la répartition des revenus et la distribution des produits de la façon la plus appropriée et ce de façon autonome – sans intervention externe: c'est la théorie de la main invisible. On en arrive ainsi à limiter le champ d'intervention de l'État. Dans son ouvrage, Smith parle déjà de la notion d'efficience des marchés, vue comme la capacité d'aboutir par l'échange, à la satisfaction des besoins de tous.

Dans le même ouvrage, Smith note que de façon générale la richesse d'une nation découle pour l'essentiel de quantité de travail mise en œuvre, mais aussi de la productivité de ce facteur qui serait selon lui, le seul actif productif. Smith estime en effet que terre et capital ne sont que des moyens permettant au travail de jouer son rôle, tout en restant improductifs en eux-mêmes. Ainsi, plus les membres d'une société démontreront des compétences diversifiées et à forte productivité, plus le niveau de richesse de la société considérée sera important. De cette analyse, on peut déduire qu'une amélioration tant

quantitative que qualitative du facteur travail est un élément essentiel à toute stratégie de développement économique.

Parallèlement à cette analyse du rôle du facteur travail au processus de croissance économique, Smith développe également une théorie de la division du travail en tant que source importante de productivité et donc, de croissance économique. Cependant, cette division du travail ne serait possible que s'il y a préalablement eu accumulation de capital. L'espace économique est alors celui de la division : division sociale entre producteurs, division technique à l'intérieur des unités de production, etc.

Si la division du travail développe les habiletés des travailleurs, provoque des innovations, permet d'améliorer la technique productive et d'économiser du temps, elle n'est cependant pas sans danger. Une trop forte spécialisation peut en effet générer une monotonie. Dans l'exécution des tâches, une réduction de l'habileté de l'homme par rapport à la machine, etc.

La division du travail serait également à l'origine de l'importance croissante du facteur capital dans le processus productif. Selon Smith, l'accumulation de capital serait inutile dans les sociétés primitives, mais s'imposerait progressivement avec la division du travail. Cette dernière, en nécessitant de chaque travailleur d'amasser un petit capital, finit par faire de l'accumulation du capital une condition incontournable pour augmenter la capacité productive des nations les plus développées.

Smith distingue trois parties dans le capital. La première est réservée à la consommation immédiate et ne rapporte aucun profit (stock). Le capital fixe rapporte un revenu sans circuler. Donc, il s'agit des outils de travail (machines), des bâtiments et de tout ce qui peut améliorer une terre agricole, mais aussi de ce que Smith appelle les capacités utiles acquises par tous les habitants ou membres de la société tels savoir-faire, talents, dextérité. Le capital circulant, enfin, comprend la monnaie, les réserves de vivres et de matériaux utilisés lors du processus de fabrication, ainsi que les marchandises elles-mêmes tant qu'elles sont encore dans les mains du marchand. La monnaie présente, aux

yeux de Smith, un caractère neutre et purement instrumental relativement au processus économique - d'autant que la quantité d'argent mise en circulation est déterminée par les besoins - objectifs de l'économie. Il constate qu'il ne faut donc pas confondre la monnaie en circulation dans une nation donnée, et le revenu de cette nation car la monnaie ne sert qu'à distribuer ce revenu à chacun. Le revenu ne consiste pas en une quantité de monnaie, mais en ce que l'on peut se procurer grâce à cette quantité de monnaie. La richesse d'une nation ne provient pas d'une augmentation du capital dont elle dispose, mais d'une utilisation de ce capital à des opérations visant à augmenter l'activité productive. Cette perception du rôle de la monnaie sera à l'origine de la fameuse théorie de la neutralité monétaire, élément distinctif de la théorie dite classique.

D'autre part, division du travail et échange seraient indissociables de l'avis de Smith, pour qui l'échange conduit à la division du travail dont l'efficacité conditionne croissance et emploi. De la concurrence et des échanges résulte une économie riche et dynamique. Ainsi, loin de se réduire à une économie où un ensemble de producteurs privés échangeraient simplement leurs produits, cette approche implique qu'un producteur indépendant désireux de maximiser son surplus échangeable devrait accroître la productivité de son travail en se spécialisant, de manière à produire des biens désirés par autrui. La monnaie, en tant que instrument universel du commerce, aurait alors un rôle-clé à jouer.

Smith élabore également une théorie de la valeur où il retient la distinction aristotélicienne entre la valeur d'usage et la valeur d'échange d'une marchandise. La valeur d'une marchandise quelconque se mesure à la quantité de travail, matérialisée dans des biens ou des services que son propriétaire peut commander en échange de cette marchandise. Smith privilégie le rôle du travail nécessaire à la production d'une marchandise. Il trouve que la valeur du travail est elle-même invariable; le travail n'est pas semblable à une marchandise au sens où il aurait une valeur variable. Il assimile travail en tant que instrument de mesure des valeurs échangeables et en tant que source et substance de valeur. Selon Smith, le travail est toujours salarié, le salaire étant déterminé par une

mesure en prix des marchandises et les prix étant calculés par les salaires, ces derniers se retrouvent à la fois à l'origine et à l'aboutissement de la valeur.

Le marché joue de ce fait un rôle central dans cette théorie classique du fonctionnement économique, Smith lui attribuant une fonction de régulation. Grâce aux prix, le marché ajusterait les quantités offertes et les quantités demandées. Cependant, le marché n'aurait d'influence sur la croissance économique que par l'intermédiaire du travail et de la division du travail. L'étendue du marché ne serait en effet un facteur de croissance que dans la mesure où elle augmente, ce que Smith appelle « la force productive du travail ». L'idée est la suivante : la division du travail a pour origine une propension des hommes à faire des échanges. Ainsi, plus le marché est étendu, plus la division du travail est grande. D'où l'importance des transports pour Smith car ils permettraient d'élargir le marché. Relativement à l'espace économique, Smith s'avère anticolonialiste dans le sens où il condamne le statut légal qui oblige un territoire d'outre-mer à avoir un commerce exclusif avec la métropole, même s'il soutient que la colonisation a été avantageuse dans la mesure où elle a permis l'expansion du marché, l'élargissement de l'espace économique.

Il importe cependant de noter que bien qu'il préconise le libre fonctionnement du marché, Smith souligne que la liberté n'est pas le facteur essentiel de la croissance car l'absence de liberté n'est pas capable d'arrêter la croissance économique. Le libre fonctionnement serait ainsi un stimulant plus qu'un moteur de croissance.

En résumé, *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations* d'Adam Smith est réputé comme un chef-d'œuvre de la littérature économique. L'ouvrage aborde un grand nombre des sujets et des problèmes qui ont préoccupé depuis longtemps et préoccuperont peut-être toujours les sciences sociales. Ses réflexions sur les finances publiques, sur la nature des coûts et sur nombre d'autres sujets resteront toujours pertinentes. Adam Smith occupe une double position dans la pensée économique, soit celle du fondateur de l'économie politique mais aussi celle d'un pionnier du courant libéral. En effet, étant anglais, il a pu profiter de la révolution industrielle précoce en

Angleterre qui lui a permis de comprendre le capitalisme et le fonctionnement de l'économie de marché. La théorie smithienne de la valeur, de la population et de la distribution a exercé une influence profonde sur les écrits de David Ricardo, de Karl Marx et de leurs contemporains.

1.2. David Ricardo

David Ricardo (1772-1823), s'intéresse avant toute chose à la dynamique du profit et publie les *Principes de l'économie politique et de l'impôt* en 1817. Si Smith se présente comme un théoricien de la valeur du travail, Ricardo s'intéresse, lui, à la valeur de l'objet produit. Ricardo distingue aussi deux aspects de la valeur d'une marchandise : sa valeur d'usage et sa valeur d'échange. Il développe une analyse de la valeur travail qui remet en cause celle de Smith sur des points essentiels.

Comme Smith, il analyse la dynamique du capitalisme, mais se concentre sur la répartition et notamment sur la relation profit - salaire qui commande pour lui l'analyse du taux de profit. Celui-ci réglerait l'allocation des ressources, dans la mesure où la concurrence sur le marché se joue entre capitalistes. Selon Ricardo, le mouvement des prix du marché se répercute sur le taux de profit, lequel est différent selon les revenus. Comme chez Smith ce sont les capitalistes qui organisent l'allocation des ressources et assurent l'accumulation. L'égalisation dans toutes les branches du taux de profit est donc la clé de l'adéquation entre les structures de l'offre et de la demande et son évolution dans le temps détermine le rythme de l'accumulation. La relation profit - salaire crée une relation de dépendance : Ricardo montre que des salaires élevés entraînent une baisse du taux de profit et freinent l'accumulation. Pour cela, il rejette la conception de la valeur de Smith, qui la fait dépendre des revenus.

En ce qui concerne le travail, Ricardo démontre que le travail est, comme toute marchandise, mesuré par son prix de revient. Les variations de la situation du marché du travail ne peuvent pas changer le salaire de subsistance. Plus généralement, les salaires

oscillent autour du prix naturel du travail. Seuls les progrès de la productivité déterminent à long terme le coût du travail.

Pour ce qui est de la valeur, Ricardo raisonne en termes de moyenne, mais l'analyse des rendements décroissants des terres mises en culture le mène à penser de façon différentielle. C'est l'apport majeur de Ricardo à l'analyse économique. Sa théorie de la rente différentielle consiste à expliquer l'origine des prix des terres payées au propriétaire foncier lorsqu'il les donne en exploitation à autrui. Ricardo sort du raisonnement en termes de travail moyen et invente le raisonnement à la marge, encore largement utilisé en microéconomie moderne.

Tout comme son prédécesseur, Ricardo ne reste pas confiné dans une économie fermée, et veut aussi comprendre les échanges internationaux. Le raisonnement-clé de l'analyse libérale reste que chacun recherchant son intérêt, il va se spécialiser de telle façon que la production et la consommation de l'ensemble soient maximales.

S'agissant de la croissance économique, Ricardo y fait référence en parlant de « progrès » mais aussi d'« accroissement de la richesse nationale », de « marche naturelle de la société », d'« état progressif », de « progrès naturel de la richesse et de la population ». Ricardo a le sentiment d'une croissance économique par contraste avec l'état rétrograde de la société. Il adopte dans l'ensemble, une conception de l'évolution semblable à celle que Smith avait exposée de façon plus précise : économie stationnaire, progressive et rétrograde. Ricardo croit aussi, à l'instar de Smith, être dans une économie progressive, mais il ne donne ni fait, ni statistique pour appuyer ses propos. Ricardo conçoit la notion d'« état stationnaire », mais espère que l'économie en est encore éloignée.

Bien que Ricardo traite de croissance, il ne dit pas vraiment comment cette croissance est stimulée. Il parle de l'habileté plus grande des ouvriers, de la découverte de nouveaux marchés, de l'accroissement, de la division du travail. Il n'y a cependant pas de véritable analyse des stimulants de la croissance. Ricardo insiste seulement sur deux points : l'accroissement peut se faire grâce à l'augmentation du nombre de travailleurs, ou grâce à l'amélioration des connaissances pratiques et des machines.

Malgré sa conception générale de la croissance économique, Ricardo apporte tout de même des éléments neufs, différents de la théorie smithienne, en montrant quel est l'effet du progrès :

- Pour Smith, la conséquence du progrès économique est un accroissement des richesses et un accroissement de la valeur. Pour Smith richesse et valeur sont des termes identiques.
- Ricardo quant à lui estime que l'effet du progrès économique est une hausse des richesses et une baisse de la valeur car la valeur dépend de la facilité de production, c'est-à-dire de la quantité de travail or quand il y a progrès économique, on augmente la facilité de production. En fait, on réduit grâce au machinisme la quantité de travail nécessaire et donc, la valeur diminue. Bien plus, s'il y a augmentation de la production, il y a non seulement baisse de la valeur des marchandises produites mais aussi baisse de la valeur des marchandises déjà produites. Cependant, Ricardo admet quelques nuances et admet que l'augmentation de la richesse peut coïncider avec l'augmentation de la valeur dans le cas où une part plus considérable du revenu est consacrée à l'entretien de travailleurs.

En ce qui concerne le capital, Ricardo en a une conception large : « le capital d'un pays est cette portion de sa richesse qui est employée dans le but d'une production à venir ». Ricardo considère comme constituant du capital : les matières premières, les vêtements, les instruments et ustensiles, les matières premières nécessaires pour rendre le travail productif et les machines. La conception du capital de Ricardo va du capital technique au fond de subsistance de Smith.

L'augmentation du capital, selon Ricardo, peut se faire par une diminution de la consommation ou par une augmentation du revenu national. En fait, le capital augmente lorsque la production annuelle dépasse la consommation annuelle. Par conséquent, le capital joue un rôle important dans la croissance économique, car il y a un parallèle entre les variations du capital national et les variations de la production tel que si le capital augmente, la production augmente et inversement.

Nous avons pu constater que la vision du changement de Ricardo était très optimiste. On pourrait même penser que les fondements de la pensée de Ricardo sont plus progressifs que ceux de Smith car il pense que le désir de jouissance est inné chez l'homme et qu'il ne peut satisfaire ce désir qu'en accroissant la production.

Cependant, la pensée de Ricardo n'est pas totalement cohérente car il semble à certains moments admettre la possibilité d'un progrès indéfini alors qu'ailleurs, il soutient qu'à la longue l'état de prospérité continuera mais n'ira pas en croissant.

1.3. Karl Marx

Karl Marx, qui a vécu de 1818 à 1883, a été un des plus grands critiques du capitalisme. Les théories économiques de Marx, influencées par l'œuvre du philosophe G.W.F. Hegel, s'articulent autour d'une critique radicale du système capitaliste. Celles-ci ont eu un profond impact sur la pensée du XX^e siècle. Le capitalisme a ceci de particulier qu'il bouleverse sans cesse les techniques de production afin d'obtenir une plus-value croissante. L'œuvre de Marx occupe une place particulière dans l'ensemble des théories économiques en ce qu'elle se donne une fonction critique qui vise à la transformation concrète du monde par l'homme.

L'œuvre de Marx est très riche et son influence se fera sentir dans plusieurs sphères de la pensée humaine (philosophique, politique, économique, sociologique etc.). Elle constitue le fondement de ce qu'on appellera plus tard le marxisme. Pour Marx, l'économie est au cœur de tout système socio-économique, c'est donc ce domaine qu'il

doit étudier davantage pour comprendre pleinement le fonctionnement du système et pouvoir le changer. Nous ne tenterons pas ici de décrire la philosophie marxiste, mais nous nous intéresserons essentiellement à la théorie économique marxiste du capital.

La plus grande œuvre de Marx, *le Capital*, est publiée en 1867, et se veut une œuvre économique riche dont la rédaction aura nécessité trente ans. *Le Capital* de Marx a pour objectif de fonder le socialisme et la nécessité de son avènement sur une analyse scientifique. Les critiques de l'économie politique s'appuient en partie sur les théories des économistes britanniques, et surtout Ricardo. Mais Marx s'oppose vigoureusement à leurs conclusions, conformes, selon lui, à l'idéologie bourgeoise, pour laquelle le système capitaliste est naturel.

Marx constate que la richesse de la société capitaliste provient d'une gigantesque accumulation de marchandises, une marchandise étant un simple objet matériel produit par du travail humain. C'est sa valeur et la possibilité de l'échanger qui fait d'un objet une marchandise. Alors qu'auparavant on produisait des objets pour s'en servir (les objets avaient une valeur d'usage), les capitalistes se sont mis à produire des objets pour les échanger ou les vendre. Ainsi les objets développaient une valeur d'échange. La valeur d'échange s'exprime sur le marché et sa détermination se trouve dans les quantités de travail qu'il faut pour la produire. Marx juge que la valeur d'échange supplante de plus en plus la valeur d'usage. Cette tendance qu'a la valeur d'échange à gommer la valeur d'usage se retrouve dans la surproduction. La production capitaliste aboutit en effet périodiquement à une accumulation excédentaire de marchandises, dont les conséquences sont l'effondrement des prix et la crise économique.

En ce qui concerne le travail, Marx estime que la force de travail peut être vue comme une marchandise spécialisée. Donc, Marx considère que l'exploitation de la force de travail par le capital constitue le moteur même du capitalisme. Le raisonnement de Marx repose sur l'idée que la force de travail est une marchandise dans l'économie capitaliste. Elle s'achète, et son prix, le salaire, se négocie sur le marché selon le principe généralisé de valeur d'échange. Celle-ci, comme pour tout autre produit, est déterminée

par le temps de travail socialement nécessaire à la production du bien. La mesure du salaire correspond ainsi au coût de l'entretien et du renouvellement de la force de travail, équivalant strictement à celui de la subsistance matérielle du travailleur et de ses enfants, qui le remplaceront.

Le Capital s'attache à percer ce que Marx appelle les « racines » du système capitaliste. La principale racine qu'il s'agit de dévoiler est l'origine du profit (plus-value). Le profit se présente sous forme d'argent, le capital apparaît comme une masse d'argent. Marx opère une distinction devenue classique entre capital constant et capital variable. Le capital constant, ce sont les moyens de production, soit les moyens et matériaux de travail (la fabrique, les machines et les matières premières nécessaires à la fabrication des marchandises). Le capital variable est constitué par la force de travail (celle que vend le travailleur). Marx a expliqué comment un ouvrier ajoute de la valeur par son travail, par exemple le forgeron en forgeant, et c'est précisément ce travail (capital variable) qui convertit le fer et l'enclume (capital constant) en « éléments formateurs d'un produit ». Ce temps de travail, qui est donc nécessaire, sans lequel une marchandise ne peut être fabriquée, compte dans le produit obtenu. Le montant du capital variable est donc égal aux salaires perçus par les travailleurs. Mais Marx affirme qu'une plus-value résulte de l'utilisation du capital variable, c'est-à-dire des ouvriers. En effet, les moyens de production n'ajoutent pas au produit plus de valeur qu'ils n'en « matérialisent » (un produit fini qui contient un kilo de fer ne matérialise que la valeur de ce kilo de fer, sans plus). En revanche, le travail de l'ouvrier qui a façonné le fer donne au produit une valeur supérieure, en y ajoutant sa force de travail: l'ouvrier a donc ajouté de la plus-value.

La recherche du profit entraîne une concurrence exacerbée entre les capitalistes sur le marché. Ils sont sans cesse contraints d'améliorer leur rentabilité pour assurer la survie de leur entreprise. Ils s'efforcent donc d'augmenter le taux de plus-value. C'est ainsi que le marché se développera de plus en plus. Seule voie possible au développement du capitalisme, selon Marx, une troisième solution demeure : c'est accroître la productivité du travail. Les capitalistes doivent alors constamment moderniser et multiplier leurs moyens de production. Cependant, ce processus entraîne une série de conséquences.

En réalité, si Marx désigne une économie de son temps comme une présentation erronée de la réalité de l'accumulation du capital, c'est entre autres raisons, parce qu'elle n'est pas dynamique. En effet, l'économie classique suppose que la croissance économique se réalise en équilibre. Dans ce cas, les crises économiques ne sont que des accidents. L'origine de ces accidents peut être diverse, mais c'est en fait aussi dans ses imperfections que le fonctionnement des mécanismes de marché se manifeste. Le développement du marché entraîne la croissance économique.

1.4. John Maynard Keynes

Économiste anglais, John Maynard Keynes (1883-1946) est l'une des principales figures intellectuelles du XX^e siècle. Comme Marx, l'étude de Keynes a eu une influence très profonde sur la philosophie du système capitaliste.

L'analyse et la critique de Keynes s'appuient sur des problèmes économiques du monde concret dans une vision contrastée des thèses néoclassiques. Son oeuvre et ses préoccupations sont marquées par la crise de 1929. Il aura donc cherché à donner priorité aux solutions qui permettent de résoudre les crises et d'atteindre le plein emploi.

Pour Keynes, la science économique doit permettre l'action à court terme contre le chômage et la misère. Selon lui, il y a deux faits expliquant l'impuissance économique de l'organisation capitaliste de la production à assurer le plein emploi du travail : la saturation des besoins dans une société qui s'enrichit et l'incertitude, c'est-à-dire l'impossibilité pour les agents de prévoir l'avenir, ce qui pèse sur leurs choix, en particulier ceux des entrepreneurs qui décident du niveau de la production et de l'emploi. Keynes redéfinit donc l'objet de l'économie politique, en renouvelant la perspective et plaide en faveur de l'intervention active de l'État. L'intervention de l'État est, à son avis, nécessaire pour pallier à l'incapacité du marché à assurer la prospérité de tous. Aujourd'hui encore, ses théories alimentent de nombreux débats sur la nature des crises, les mesures à prendre pour résorber le chômage et les moyens à employer pour retrouver une croissance économique.

La révolution de Keynes est décrite dans son œuvre principale, la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* parue en 1936. Cet ouvrage est considéré comme le traité le plus influent du XX^e siècle en matière de science sociale, d'économie et du rôle du pouvoir politique dans la société.

La révolution keynésienne se fonde sur la critique de trois énoncés de base de la théorie orthodoxe de l'époque: la perspective microéconomique et son corollaire, la représentation d'ensemble de l'économie à travers les notions de marché et d'équilibre; la loi de Say et son fondement, la théorie quantitative de la monnaie; et le statut logique accordé au marché du travail, identique aux autres marchés en ce que l'offre et la demande y déterminent simultanément les prix (les salaires réels) et les quantités (le niveau d'emploi) d'équilibre.

Nous pouvons remarquer certains points importants de la théorie keynésienne comme la suivants :

Premièrement, le keynésianisme: une économie monétaire

Keynes conçoit l'économie comme une «économie monétaire de production». Ceci entraîne un double constat : d'une part, le rôle déterminant des anticipations des agents économiques - c'est-à-dire des hypothèses, pessimistes ou optimistes, qu'ils formulent pour décider des dépenses, des investissements, ou de l'épargne, du fait de l'incertitude fondamentale qui caractérise l'environnement économique, dès lors que la monnaie est prise en compte; d'autre part, la préférence des agents pour la liquidité (soit pour les actifs rapidement transformables en instruments de paiement, monnaie ou avoirs sur compte à vue). Keynes distingue en effet, outre les motifs classiques de «transaction» et de «précaution», le motif de «spéculation», écho de l'incertitude sur le futur de l'environnement économique pour expliquer l'accroissement de la demande de monnaie.

Deuxièmement, Keynes et le marché du travail particulier

Le marché du travail n'a pas, pour Keynes, le même statut théorique que les autres marchés. Cela pour deux raisons majeures : l'une tient au fonctionnement même du marché du travail, où le contrat entre employeurs et salariés porte sur les salaires nominaux non sur les salaires réels. L'autre découle du fait que le niveau d'emploi est déterminé, selon lui, non par les conditions d'équilibre sur le marché du travail, mais par le niveau général de la production. L'idée centrale de Keynes est que le niveau de l'emploi, qui est déterminé par le niveau de la demande effective sur une période donnée, ne coïncide pas forcément avec le revenu global distribué à l'occasion du processus de production. En effet, il est possible que ce revenu global ne soit pas dépensé dans sa totalité, ce qui rend la demande effective insuffisante pour maintenir un niveau d'emploi satisfaisant, d'où la nécessité d'analyser les deux déterminants de la demande globale : la consommation et l'investissement.

Troisièmement, la détermination de la consommation et de l'investissement selon Keynes

La fonction de consommation est caractérisée, selon Keynes, par une «loi psychologique fondamentale» : pour lui, si le revenu croît, la consommation croît aussi, mais dans une moindre mesure. Dans les sociétés modernes, la propension marginale à consommer des agents est donc toujours inférieure à 1.

L'investissement est donc l'élément moteur de la croissance économique. Quant à la fonction d'investissement, elle dépend, d'une part, des anticipations des entrepreneurs sur le futur de l'économie capitaliste (selon Keynes, la production et l'emploi dépendent des décisions des entrepreneurs prises avant l'arrivée des marchandises sur le marché) et, d'autre part, de l'efficacité marginale du capital, rendement monétaire attendu à long terme. Par conséquent, la décision d'investissement, selon lui, dépend ainsi de la comparaison entre le taux d'intérêt du marché (le coût de la monnaie liquide nécessaire au financement de l'investissement ou, autrement dit, le coût financier) et l'efficacité

marginale du capital. Le volume de l'investissement quant à lui dépendra de l'égénéisation de ces deux taux.

Quatrièmement, la relation épargne investissement selon Keynes :

Par ailleurs, Keynes montre, à la différence des écoles classiques, que l'acte d'épargner et l'acte d'investir sont indépendants, et que le taux d'intérêt du marché, variable purement financière, n'assure pas l'ajustement entre l'épargne et l'investissement, mais égalise seulement l'offre et la demande de monnaie liquide.

Cinquièmement, l'explication du chômage selon Keynes :

Pour la théorie classique, le chômage ne peut provenir que d'un salaire réel trop élevé. Ce que Keynes ne conteste pas. Il affirme que le développement de l'emploi ne peut que faire diminuer le salaire réel. Donc, pour les classiques et pour Keynes, la réduction du chômage passe par une diminution du salaire réel.

Enfin, nous constatons qu'il n'existe pas vraiment de système keynésien : c'est le même système capitaliste que celui des libéraux dans lequel l'État joue un rôle pour essayer d'assurer la croissance économique et absorber certaines crises économiques. L'économie keynésienne est essentiellement une « économie de la croissance ».

De ce chapitre il ressort quelques différences fondamentales entre les analyses de Adam Smith et Ricardo d'une part, et Karl Max ou Keynes d'autre part. Si pour les premières cités la concurrence marchande est capable de coordonner les activités et de réaliser une allocation efficace des ressources pour une économie de marché, pour le dernier un minimum d'intervention étatique est essentiel, notamment en situation de récession économique. De plus, si pour Adam Smith et David Ricardo la monnaie se réduit à un instrument d'échange ne pouvant aucunement affecter le niveau de l'activité réelle (production, emploi), Keynes y voit un potentiel instrument de politique économique.

CHAPITRE II

PRINCIPALES ÉCOLES ÉCONOMIQUES MODERNES

Le développement financier a parfois été présenté par les économistes soit comme une des conditions nécessaires du développement économique, soit comme un des déterminants de ce dernier. Le système financier joue, dans toutes les économies, un rôle central dans le fonctionnement de l'économie moderne. Il permet généralement de canaliser les ressources des épargnants - sous forme d'investissements productifs - vers les administrations publiques et les entreprises. De ce fait, le développement financier contribue à créer des emplois, à générer des revenus et à stimuler, au bout du compte, la croissance de l'économie.

Dans cette section, nous présenterons une synthèse générale des théories pertinentes du 20^{ème} siècle, sur la relation entre croissance et développement financier. Dans un premier temps, nous exposerons brièvement le rôle du système financier dans l'économie. Nous présenterons ensuite les approches de la libéralisation financière. Nous examinerons enfin l'interaction entre le développement du système financier, le développement économique et la structure du système financier, susceptibles d'affecter à la fois le volume et la nature des investissements, ainsi que la croissance économique dans le pays.

2.1. Rôle du système financier dans une économie

Le rôle du système financier dans la détermination des performances macro-économiques est un sujet qui préoccupe les économistes depuis longtemps. Le raffinement des systèmes financiers est aujourd'hui considéré comme un trait caractéristique des économies développées, mais il n'en a pas toujours été ainsi. La compréhension qu'avaient les économistes de la nature de la relation entre les systèmes financiers et la

croissance économique a évolué. Walter Bagehot a été l'un des premiers économistes à traiter de cette question dans l'ouvrage intitulé *Lombard Street: A Description of the Money Market* (1873). Son livre présente une réflexion prématurée sur le développement du marché financier et insiste sur l'importance d'avoir un marché financier qui permet d'innover en produisant de nouvelles technologies. Ceci souligne son importance sur la croissance économique :

"We have entirely lost the idea that any undertaking likely to pay, and seen to be likely, can perish for want of money, yet no idea was more familiar to our ancestors, or is more common in most countries. A citizen of London in Queen Elizabeth's time (...) would have thought that it was no use inventing railways (if he could have understood what a railway meant), for you would have not been able to collect the capital with which to make them. At this moment, in colonies and all rude countries, there is no large sum of transferable money: there is no fund from which you can borrow, and out of which you can make immense works."

À l'époque où la puissance industrielle de la Grande-Bretagne était à son apogée, Bagehot a affirmé que la caractéristique distinctive du marché financier anglais était sa relative facilité à mobiliser les épargnes pour réaliser le financement de différents projets d'investissement à long terme. Walter Bagehot a été aussi le premier à définir les deux principaux rôles des marchés des capitaux : premièrement, faciliter l'accumulation du capital et, deuxièmement, gérer le risque inhérent à certains secteurs d'activité ou des projets d'investissement particuliers.

D'autre part, Joseph Schumpeter est l'un des pionniers de la théorie moderne du développement. Dans son livre publié en allemand *The Theory Of Economic Development* (1912), sur le développement financier et économique il a utilisé la relation entre le banquier et l'industriel pour illustrer l'importance du système financier dans le choix et l'adoption de nouvelles technologies, à savoir d'encourager l'innovation technologique et l'accumulation de capital. Il soutient que les services financiers sont primordiaux dans la stimulation de la croissance économique et insiste sur le rôle des intermédiaires financiers qui favorisent la croissance par l'identification et la réorientation des fonds vers des projets rentables.

Bagehot (1873) et Schumpeter (1912) quant à eux soulignent le fait qu'un système financier efficace est un facteur clé pour le développement économique.

Des années plus tard, plusieurs économistes bien connus reconnaissent que les systèmes financiers ont été le trait distinctif des économies développées, mais ont affirmé en même temps que ces systèmes ne contribuaient pas en soi à la croissance économique. Plus tard, quelques opinions différant du point de vue de Bagehot et Schumpeter se sont fait entendre. Joan Robinson (1952), par exemple, a fait remarquer que la croissance économique créait une demande pour certains types de services financiers et qu'un système financier répondait automatiquement à ces besoins. Ce point de vue semble confirmer que croissance économique et développement financier vont de pair, c'est-à-dire que le développement financier ne constitue qu'une dimension du développement économique. Un autre exemple est celui de Robert Lucas (1988). Il a affirmé que les économistes surestimaient le rôle de facteurs financiers dans le processus de croissance économique :

« In general, I believe that the importance of financial matters is very badly overstressed in popular and even much more professional discussion and so I am not inclined to be apologetic for going to the other extreme »

Les études de Joan Robinson (1952) et Robert Lucas (1988) semblent ainsi jeter la doute sur l'importance de la relation entre développement financier et croissance économique. Mais cette idée n'a pas été corroborée par les économistes qui l'ont testée. De plus en plus de recherches confirment en effet le rôle important du système financier dans la croissance économique.

Parmi les contributeurs à ce courant de recherche, Levine (1997) a présenté récemment une théorie moderne du rôle du système financier dans la croissance. Selon lui, le rôle principal des intermédiaires financiers est de canaliser l'épargne et même, dans une certaine mesure, de contribuer à la créer en la sollicitant et de la mettre à la disposition des

investisseurs. Ces intermédiaires financiers facilitent la transformation de l'épargne en investissement en diminuant les coûts d'information et les coûts de transaction. Ce sont les intermédiaires financiers qui se chargent de collecter toutes les informations relatives aux investisseurs. Les épargnants de leur côté n'ont qu'à s'informer sur les intermédiaires financiers. D'autre part, les intermédiaires financiers disposant de fonds beaucoup plus importants que les ressources des épargnants individuels peuvent bénéficier d'économies externes et minimiser les risques par la diversification de leurs portefeuilles. Quant aux entrepreneurs, ils ne doivent pas s'adresser à une multitude de petits épargnants car ils peuvent obtenir le capital dont ils ont besoin par l'intermédiaire financier qui réduit leurs coûts d'information et de transaction.

Plus récemment, Danthine et Donaldson (2002) définissent un système financier comme un ensemble d'institutions et de marchés permettant l'échange des contrats et la provision de service qui permettra aux flux de revenus et de dépenses des agents économiques d'être désynchronisés, c'est-à-dire moins semblables. Ils soulignent que le rôle du système financier repose sur l'intermédiation entre les détenteurs de fonds et les utilisateurs de fonds.

Pour des auteurs comme King et Levine (1993), Levine (1997) et Greenwood et Smith (1997), le système financier joue un rôle très important dans l'augmentation de l'efficacité de l'économie :

- Grâce à l'intermédiaire financier, les fonds détenus par plusieurs individus peuvent être utilisés plus facilement pour financer un seul gros projet d'investissement.
- L'intermédiaire financier permet d'acquérir et de transmettre de l'information aux agents économiques.
- L'intermédiaire financier offre des opportunités pour la gestion du risque et de la liquidité. Il favorise le développement des marchés et des instruments attractifs qui permettent le partage du risque.

Les travaux ci-dessus cités de Levine (1997), Danthine et Donaldson (2002), Greenwood et Smith (1997) ont pour point commun d'affirmer le rôle essentiel du système financier dans le processus de développement économique.

En somme, nous en concluons que le système financier crée les principaux circuits d'intermédiation entre épargne et investissement, tant dans les pays en développement que dans le reste du monde. À travers leurs recherches, ces économistes ont démontré que son rôle était très important pour le développement financier et économique et que son efficacité ou son inefficacité, était un facteur déterminant pour la croissance économique d'un pays.

2.2. Libéralisation financière pour la croissance économique

Comme nous avons pu le constater dans les sections précédentes, les systèmes financiers peuvent jouer un rôle important dans la croissance économique des pays en développement. Les années soixante-dix ont été marquées par l'émergence de réflexions sur le rôle du financement dans le processus de développement économique. Les économistes affirment donc qu'un pays en développement a un système financier fort si le système est libéralisé.

Selon l'école du libéralisme, la libéralisation financière est l'action de rendre une économie plus libérale, plus conforme à la doctrine du libéralisme économique, selon laquelle l'État ne doit pas, par son intervention, gêner le libre jeu de la concurrence.

D'un point de vue théorique, le concept de la libéralisation financière apparaît au début des années 70 dans plusieurs travaux d'économistes, dont les deux plus connus sont issus de l'école de Stanford, Mac-Kinnon (1973) et Shaw (1973). Ils définissent la libéralisation financière comme un passage d'un état de répression à un état de

libéralisation. Ils estiment que la croissance des pays en voie de développement est en partie freinée par la forte réglementation de leur propre système financier. En effet, la fixation administrative de faibles taux d'intérêts, l'encadrement des crédits, le financement prioritaire de la dette publique et un contrôle strict du taux de change n'encouragent pas l'épargne en situation de consommation courante et les banques ne fournissent pas de capital nécessaire aux investisseurs.

Ainsi McKinnon (1989) a appelé à la libéralisation financière par l'élimination des nombreuses restrictions et des entraves au libre du fonctionnement du système financier et en particulier du marché des crédits. En d'autres mots, il considère la politique de libéralisation financière comme une des solutions au développement et à la croissance dans une économie. Selon lui, la hausse de taux d'intérêt qui encourage les ménages à épargner, par exemple, transforme les avoirs improductifs en dépôts bancaires, ce qui permet aux banques d'augmenter leurs prêts et par ce fait même, d'augmenter le volume d'investissement. L'objectif de la libéralisation financière est donc d'assurer une meilleure mobilisation et allocation des ressources en permettant notamment une meilleure adéquation entre l'investissement et l'épargne et une accélération du processus de croissance économique.

À la suite Mac-Kinnon (1973) et Shaw (1973), la libéralisation du système financier (les réformes fiscales, les réformes des marchés des capitaux, les politiques de stabilisation macro-économiques, les réformes juridiques, comptables et réglementaires), est conçue comme la principale proposition en terme de politique économique, et perçue comme une stratégie permettant d'améliorer l'efficacité des systèmes financiers et, indirectement, d'accélérer la croissance économique des pays en voie de développement. Le développement des travaux de Mac-Kinnon (1973) et Shaw (1973) font remarquer que la majorité des pays en développement durant les années 1950-1960 ont une situation financière réprimée¹. Cela exprime une intervention excessive de l'État dans le système

¹ Définir un système financièrement réprimé, les taux de réserves obligatoires sont élevés, les taux d'intérêt sont artificiellement faibles, le crédit est rationné et alloué à des secteurs spécifiques, les gouvernements détiennent pour les institutions financières importantes et utilisent le droit de seigneurage pour financer les déficits budgétaires.

financier comme le contrôle de la politique de change, de taux d'intérêt, de crédits et de capital. Cette situation entraîne donc une répression financière qui engendre un ralentissement de la croissance économique. Comme nous le savons, les politiques interventionnistes ne peuvent en effet pas promouvoir la formation du capital, ni favoriser la croissance économique. Par conséquent, l'objectif de leurs travaux consiste à tester la validité la thèse de la libéralisation selon laquelle un système financier libéralisé joue un rôle positif dans le financement du développement économique. Cette théorie trouve un écho favorable auprès des grands organismes internationaux comme le Fonds Monétaire International (F.M.I) et la Banque Mondiale (B.M) et dès le fin des années 70, un certain nombre de pays d'Amérique Latine² mettent en place une politique de libéralisation financière; ceux-ci ont été suivis quelques années plus tard par les pays sud-est asiatiques³. Dès la fin des années 80, quelques pays africains⁴ commencent eux aussi à prendre des mesures visant à développer leurs systèmes financiers.

En somme, il nous apparaît clair que la libéralisation financière est fondamentale pour accroître le poids de l'activité financière (le développement des systèmes financiers) dans la production de biens et de services. Le développement financier est-il alors un bon indicateur de la contribution de la finance à la croissance et au développement? Une analyse de l'interaction entre le développement des systèmes financiers et la croissance s'impose.

2.3. Interaction entre le développement du système financier et le développement économique

Nous présenterons dans cette partie les liens entre la croissance économique et le développement financier : il s'agit d'un sujet qui est d'un grand intérêt dans la littérature économique de cette décennie. Il y a beaucoup d'économistes qui, dans leurs écrits, abordent la question des rapports importants entre le développement du marché financier

² Argentine, Chili et Uruguay

³ Corée du Sud et Taiwan

⁴ Tunisie, Maroc et Liban

et le développement économique. La question qui se pose ici consiste à savoir si les interactions entre le développement du système financier et la croissance économique sont forcément à l'origine d'une relation à sens unique : on peut d'une part considérer que le développement financier est un élément moteur de la croissance économique, on peut aussi supposer que le premier est le résultat du développement économique ou on peut enfin envisager l'existence d'une influence réciproque entre eux. Pour répondre à cette question, nous examinons les analyses de l'interaction entre le marché financier et le développement économique dans une économie.

Joan Robinson (1952) soutient que « *where enterprise leads, finance follows* ». Pour elle, le développement financier est une conséquence de la croissance économique. Cela veut dire que le développement économique a suscité une demande de services financiers qui conduit au développement financier.

John Hicks (1969) a dramatisé l'importance du développement financier en affirmant que la Révolution Industrielle aurait été impossible sans l'existence en Angleterre de marchés financiers développés. Selon lui, la spécificité de la Révolution Industrielle a permis de mobiliser des capitaux. John Hicks a souligné l'importance potentielle du développement financier sur le développement économique.

Raymond W. Goldsmith (1969) quant à lui décrit dans *Finance Structure and Development*, divers faits supposés caractériser l'évolution financière des économies de marché. La recherche de Goldsmith consistait essentiellement à retracer l'évolution du système financier au cours du développement des Etats-Unis, Goldsmith (1958), et dans le reste du monde, Goldsmith (1969), et à évaluer l'impact du développement financier sur la croissance et sur le développement économique. Selon lui, la structure financière a été définie par la combinaison de trois variables : les instruments financiers, les marchés et les institutions financières. Dans son étude, il a essentiellement dégagé les trois objectifs suivants. Le premier objectif était de voir comment la structure financière (l'ensemble des instruments financiers, des marchés et des intermédiaires actifs dans une économie)

changeait à mesure que l'économie croissait. Ainsi, il a cherché à tracer l'évolution de la structure des systèmes financiers nationaux à travers le développement économique. En ce qui concerne le deuxième objectif, l'auteur a voulu analyser l'impact du développement financier global (la quantité et la qualité totale d'instruments financiers, des marchés et des intermédiaires) sur la croissance économique. Il a voulu savoir si les finances exerçaient une influence causale sur la croissance économique. Quant au dernier objectif, l'auteur a cherché à évaluer si la structure financière influençait le rythme de la croissance économique. En résumé, il a récapitulé sa motivation par l'affirmation suivante:

« One of the most important problems in the field of finance, if not the single most important one, almost everyone would agree, is the effect that financial structure and development have on economic growth »

L'étude de Goldsmith (1969) a eu du succès parmi les recherches sur l'évolution de systèmes financiers nationaux, en particulier des intermédiaires financiers. Il a montré que l'élargissement du système financier exerçait un effet positif sur le revenu national réel. En effet, la diversité des instruments financiers, l'élargissement des marchés capitaux et l'accroissement du nombre des participants sur ces marchés ne peuvent que stimuler l'épargne et l'investissement. Le développement financier se présente ainsi comme un facteur positif du développement économique. Cependant, l'analyse de la relation entre le niveau de développement financier et la croissance économique nous montre que son succès est limité.

Dans son étude, Goldsmith (1969) a mis en lumière une corrélation positive entre le développement financier et le niveau d'activité économique dans 35 pays, en se basant sur des données de 1860 à 1963. Il arrive aux résultats suivants :

- Sur plusieurs décennies, on observe une parallèle approximatif entre le développement économique et le développement financier;
- Les périodes de croissance économique plus rapide sont accompagnées par un développement financier.

Goldsmith (1969) nous a présenté une contribution intéressante par l'étude plus exacte de la relation entre l'évolution du système financier et le développement économique. Il a conclu que le développement d'une structure financière dans une économie accélérerait la croissance et améliorerait la performance économique en facilitant la mobilisation et la canalisation de l'épargne vers le meilleur usager, c'est-à-dire vers l'endroit où les fonds rapportent le rendement social le plus élevé.

Cependant, l'étude de Goldsmith présente quelques limites :

- Il n'a pas été capable de présenter des résultats en coupe transversale satisfaisants à cause de certaines limites dans ses données ;
- Son analyse reste muette quant à savoir si le développement financier est associé à la croissance de la productivité et l'accumulation du capital ;
- Il a omis de contrôler certains autres facteurs qui influencent la croissance économique.

Ces lacunes ont fait l'objet de recherches plus récentes. Le travail de Levine et King (1993) sur 80 pays au cours de la période 1960-1989 en est un exemple; ces auteurs ont étudié l'impact du développement financier sur la croissance, le rythme de l'accumulation du capital et la productivité. Ils ont trouvé le moyen de combler les failles de l'analyse de Goldsmith :

- en contrôlant systématiquement les autres facteurs qui influencent la croissance économique ;
- en examinant les canaux d'accumulation de capital et de croissance de productivité ;
- en analysant le fait que le niveau de développement financier précède la croissance économique, l'accumulation du capital et la croissance de productivité à long terme.

King et Levine (1993) introduisent quatre mesures de « niveau de développement financier » pour l'activité d'intermédiation, notamment, la taille de l'intermédiation financière, le degré d'allocation du crédit des banques centrales versus commerciales, le ratio d'allocation du crédit aux entreprises privées par rapport aux crédits domestiques totaux et le crédit aux entreprises privées divisé par le PIB. Les résultats obtenus par King et Levine suggèrent que le degré de développement financier offre une bonne prévision pour les taux de croissance économique future, d'accumulation de capital physique et pour l'amélioration d'efficacité économique. Par conséquent, leurs études deviennent des « repères » pour les recherches ultérieures et leurs spécifications empiriques seront largement utilisées.

Pendant les années quatre-vingt dix, les travaux de Levine (1997) ont réexaminé la relation entre le développement financier et la croissance économique. Selon lui, le développement financier stimule la croissance à travers l'accroissement du taux d'investissement et à travers l'allocation du capital aux projets les plus productifs. Il affirme que le degré de développement financier permet de prévoir les taux de croissance économique futurs, l'accumulation du capital et les changements technologiques. Pour expliquer que cette relation soit plus marquée, Levine (1997) a proposé cinq fonctions remplies par les intermédiaires financiers et ayant un effet sur la croissance économique:

Mobiliser l'épargne : la mobilisation de l'épargne est la fonction la plus fondamentale des marchés des capitaux. En général, les épargnants ne peuvent pas répondre à tous les besoins de financement des emprunteurs. Les marchés financiers regroupent l'épargne des ménages et mettent ces fonds à la disposition des investisseurs qui ont des projets rentables à long terme. L'ampleur de cet exercice diminue les coûts transactionnels. Les emprunteurs s'adressent directement aux marchés financiers plutôt qu'aux épargnants, ce qui est manifestement plus économique. Selon Levine, la mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital; elle améliore également l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. Les systèmes financiers les plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne affectent

favorablement la croissance économique. En l'absence de marché financier, l'épargne des ménages ne peut pas arriver aux investisseurs

Favoriser l'allocation optimale des ressources par l'acquisition d'informations sur les projets : le marché financier, par son efficacité, stimule également la croissance en réduisant les coûts de transactions, et en s'assurant que le capital est alloué aux projets les plus rentables. En effet, les épargnants ne sont pas en mesure d'évaluer dans quelles entreprises ils désirent investir. Ils seront réticents à investir dans une entreprise sur laquelle ils ne disposent d'aucune information. Grâce à l'expertise acquise, les institutions et les spécialistes du système financier peuvent évaluer les opportunités d'investissement, cela amène une réduction du coût d'acquisition de l'information. Dans le long terme, la relation de confiance qui pourrait s'établir entre l'intermédiaire financier et l'entreprise pourra améliorer la qualité de l'information mise à la disposition des épargnants. En plus, la réduction des coûts de l'information contribue à convertir une plus grande part de l'épargne en investissement, à allouer plus efficacement le capital, et à réduire les risques associés à l'investissement.

Assurer la surveillance des entrepreneurs et le contrôle des entreprises : l'utilisation du crédit doit faire l'objet d'une surveillance tout au long du cycle de vie de l'investissement. Cela veut dire que les marchés financiers, qui comprennent les institutions financières, les marchés des capitaux ainsi que les politiques et les institutions publiques, doivent surveiller les entrepreneurs pour les contraindre à gérer l'entreprise dans l'intérêt des créanciers et des actionnaires. Cette fonction est d'autant plus importante qu'en raison de l'asymétrie d'information, l'entrepreneur est davantage tenté de gérer sa carrière personnelle et de favoriser ses propres intérêts au détriment de ceux des créanciers et des actionnaires. L'entrepreneur peut également être tenté de dissimuler des informations sur le rendement réel de l'investissement. Par conséquent, il peut être onéreux pour les intermédiaires financiers d'assurer la surveillance des dirigeants d'entreprises. Le mécanisme de garanties et de contrats financiers réduit les coûts de surveillance et favorise aussi le financement de projets rentables. Au fur et à

mesure que la firme et les intermédiaires financiers développent une relation de long terme, cela contribue à diminuer le coût d'acquisition de l'information pour une meilleure allocation des ressources. Le degré de transparence de l'information est essentiel au bon fonctionnement de l'économie.

Faciliter les transactions financières, la couverture contre les risques, la diversification des actifs et la mutualisation des risques : l'investissement est intrinsèquement risqué en raison du caractère imparfait de l'information et des événements exogènes. Alors, le système financier peut favoriser la réduction des risques individuels liés aux projets d'investissement grâce à la diversification et au partage des risques. La réduction des risques stimule l'accumulation de capital et améliore la rentabilité des investissements. En retour la croissance économique se trouve affectée favorablement.

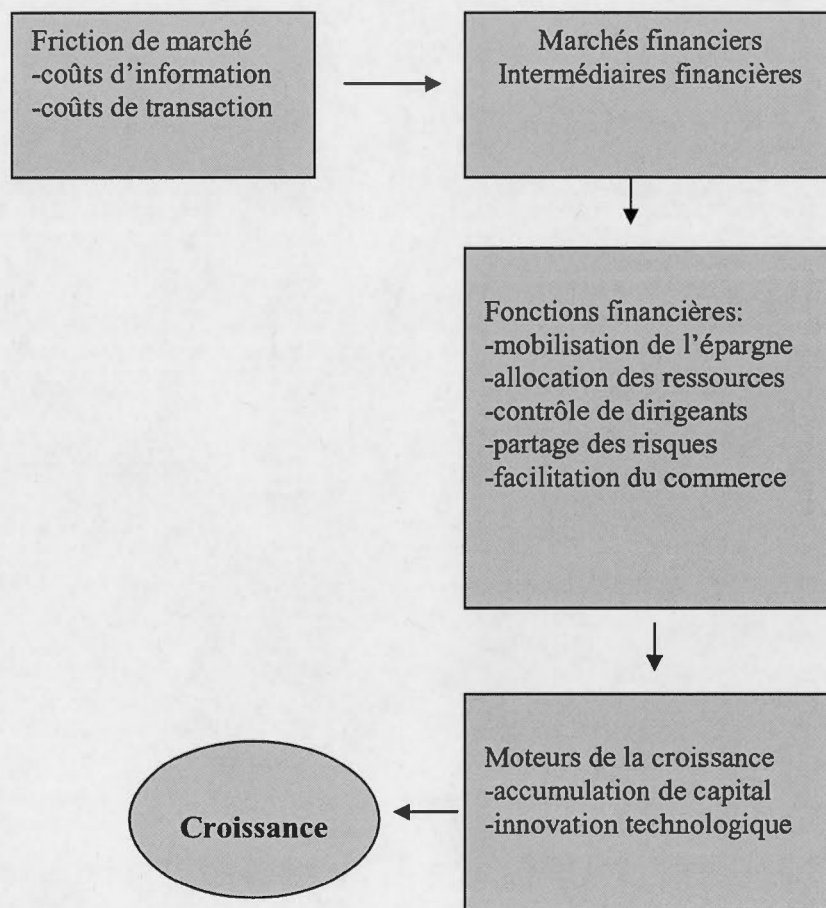
Faciliter l'échange des biens et services : par cette fonction, les intermédiaires financiers facilitent la spécialisation, l'innovation technologique et la croissance. La spécialisation accroît la productivité du travail et requiert plus de transactions. Ces transactions étant coûteuses, les contrats financiers susceptibles de réduire ces coûts favorisent une plus grande spécialisation, une augmentation de la productivité et la croissance économique. Levine insiste, de plus, sur l'apport du secteur financier au progrès technologique. Ce secteur compte parmi les plus grands consommateurs de logiciels et de matériel de technologie de l'information, ce qui alimente le processus d'innovation et facilite la diffusion de la technologie dans les autres secteurs de l'économie. L'activité du secteur financier favorise donc l'essor de la productivité dans l'économie de façon générale.

Levine soutient que chacune des cinq grandes fonctions contribue à l'accumulation du capital et au processus d'innovation technologique, lesquels alimentent directement la croissance économique à long terme. Par ces cinq fonctions, Levine a pu illustrer pourquoi la relation de causalité entre le secteur financier et la croissance est statistiquement significative. Cependant, l'établissement de la relation de causalité est une entreprise

incertaine. Les sceptiques ont soutenu que l'attente de la croissance économique pouvait contribuer au développement du secteur financier en prévision des besoins futurs de l'économie. Cela pourrait s'avérer être une fausse relation de causalité et expliquer les conclusions de King et Levine (1993). En outre, toute vérification empirique d'une relation économique risque de souffrir de l'omission de facteurs importants pouvant fausser les résultats. Par exemple, une augmentation exogène du taux d'épargne pourrait expliquer l'accélération de la croissance économique et du développement du secteur financier. Il faut tenir compte de tels facteurs afin que la relation de causalité soit établie avec justesse.

Le Figure 2.1 ci-dessous exprime l'interaction la plus prononcée entre le développement financier et le développement économique dans cette décennie.

Figure 2.1 : L'approche fonctionnelle de la finance et de la croissance⁵ :



En résumé, il est clair que la littérature portant le lien développement du secteur financier et croissance économique a été enrichie de nombreuses contributions au cours de la dernière décennie, permettant d'en avoir une meilleure lecture. Il en ressort que l'évolution du système financier et ses institutions ont un effet important sur la productivité et la croissance économique à long terme.

⁵ Source Levine 1997

PARTIE II

ÉTUDE DE CAS : LE VIETNAM

Grâce à des études portant sur des pays en voie de développement, Schumpeter (1912), et plus récemment King et Levine (1993) et Levine (1997) ont mis en évidence une relation robuste de double causalité entre développement financier et croissance économique. On peut en déduire que les taux de croissance exceptionnels observés dans certains pays ayant assaini leur cadre monétaire et financier depuis des décennies, sont au moins en partie imputables à ces réformes. Le même raisonnement conduit à penser que pour les pays où les réformes ont tardé à être mises en place et qui malgré tout connaissent une croissance positive, cette dernière aurait été plus élevée si la réforme avait été plus rapide. Il peut donc être intéressant de procéder à une analyse comparative entre d'une part des exemples de systèmes financiers ayant été réformés depuis longtemps (Chine 1978, Thaïlande 1950), et d'autre part un cas de réforme plus récente voir en cours (Vietnam).

Dans les pays industrialisés, le système financier remplit une fonction essentielle. En permettant la redistribution des fonds collectés à des fins d'investissement, il permet d'une part aux entreprises de trouver des sources de financement et d'autre part aux agents à capacité de financement excédentaire (ménages) de rentabiliser leur épargne. Il s'en suit une stimulation des activités tant productives que de consommation, et partant une croissance économique plus forte.

Mais, dans les pays en voie de développement à l'instar du Vietnam, le système financier ne remplit pas encore ce rôle d'intermédiation financière. Ceci expliquerait, au moins en partie, des taux de croissance économique modeste et dans tous les cas insuffisante pour contrer la pauvreté grandissante.

À la lumière du cadre théorique présenté précédemment, nous nous intéresserons plus précisément dans cette deuxième partie, aux possibilités de développement économique liées à l'amélioration du système financier du Vietnam, un pays communiste. Le secteur financier jouant un rôle important dans la détermination des performances macro-économique, notre objectif central est de proposer une lecture du modèle de développement du système au Vietnam, à la lumière notamment des expériences chinoise et thaïlandaise. Cette mise en perspective peut être d'autant pertinente que l'une des économies, la Chine, est articulée sur un modèle communiste au même titre que le Vietnam, et l'autre, la Thaïlande, d'inspiration libérale (à l'opposée du Vietnam).

Dans le chapitre III, nous exposerons le contexte macro-économique du Vietnam. Au chapitre II, nous présenterons la structure du système financier du Vietnam. Finalement, nous analyserons la réforme du système financier du Vietnam à la lumière des expériences de la Chine et de la Thaïlande.

CHAPITRE III

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE AU VIETNAM

Le Vietnam a une histoire très particulière : dominé par la Chine, de 111 avant J.-C. à 939, puis colonisé par la France, de 1884 à 1954, et entré en guerre avec les Américains, et ce, juste après le départ des Français, de 1954 à 1975. Le contexte d'après-guerre n'a certainement pas permis un développement économique stable en raison des séquelles laissées par de longues années de guerre. Au temps de l'après-guerre où le Vietnam pratiquait l'économie planifiée, les capitaux étaient répartis selon le Plan et il n'existait pas de marché financier au sens propre du mot. Le Nord était surtout géré par une économie fermée et avait initié une industrialisation lourde pendant que le Sud axait son économie sur les services. La majorité du pays était tout de même largement agricole.

Depuis la mise en œuvre de la politique de renouveau et d'ouverture "Doi Moi" en 1986, le VietNam est entré dans une nouvelle phase de développement, soit la période de transition vers l'économie de marché. Il s'agit essentiellement de la politique d'ouverture au commerce, aux investissements directs étrangers, de recherche de stabilité macro-économique, d'accentuation du rôle des entreprises privées et également de réforme de la loi économique. Cette politique vise aussi à stimuler une croissance rapide afin d'atteindre un développement socio-économique durable ainsi qu'une baisse de la pauvreté en général.

C'est à partir des années 90 que l'économie vietnamienne a connu des changements notables. Cette politique de " Renouveau " a en effet permis l'intégration du Vietnam au sein du marché asiatique et a conduit à une croissance économique annuelle moyenne du PIB de 8 % entre 1991 et 1997. Si ce dynamisme a été interrompu par la crise asiatique (croissance de 5.83 % en 1998), la croissance économique a atteint 7.42 % en 2004 et le Vietnam est passée dans une phase de transition, affichant l'une des plus fortes croissances de l'Asie après la Chine.

Le tableau ci-dessous illustre la hausse du taux de croissance du PIB vietnamien entre 1986-2004, la prévision pour 2005 du gouvernement vietnamien, ainsi que la croissance enregistrée en 1998, année où toute l'Asie a connu une crise financière.

Tableau 3.1 : Taux de croissance PIB du Vietnam entre 1986-2004 et la prévision 2005

Année	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Taux de croissance PIB %	2.84	3.63	6.00	4.68	5.09	5.81	8.70

Année	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Taux de croissance PIB %	8.08	8.83	9.54	9.34	8.15	5.83	4.71

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005p
Taux de croissance PIB %	6.76	6.93	7.04	7.20	7.42	8.00

Source : General Statistics Office Of Vietnam (GSO)

Tableau 3.2 : Les indicateurs internes et externes du Vietnam de 2002-2004 et la prévision 2005

	2002	2003	2004	2005p
Indicateurs internes				
PIB (Mds USD)	35.1	39	44.4	47.7
Population (Millions)	80.3	81.4	82.6	83.7
Taux d'inflation (moy.annuelle)	3.8	3.1	7.8	6.2
Solde budgétaire (% du PIB)	-1.8	-2.6	-3	-4
Indicateurs externes				
Solde courant (Mds USD)	-0.6	-1.8	-1.5	-2.5
Solde courant (% du PIB)	-1.7	-4.5	-3.4	-5.3
Dette externe (Mds USD)	13.7	15.4	17	19.1
Dette externe (% du PIB)	39.1	39.5	38.3	40.1

Source : General Statistics Office Of Vietnam (GSO)

Nous devons rappeler que malgré les progrès fulgurants du Vietnam depuis quelques années (plus d'une décennie), la pauvreté demeure l'une des préoccupations majeures. Bien que en plein essor économique, le pays n'a pas encore amorcé sa transition démographique, ni sa transition d'une économie rurale à une économie industrielle, ce qui explique la faiblesse des revenus sur l'ensemble du pays. L'agriculture reste l'activité principale pour 85% de la population. L'industrialisation et la modernisation ne touche que 15% de l'économie. Cependant, n'oublions pas non plus que le pays est un des plus grands exportateurs de riz, deuxième exportateur du café (essentiellement Robusta) dans le monde et qu'il diversifie très bien ses exportations agricoles.

En résumé, le dynamisme de l'économie vietnamienne se reflète dans les années 80-90 avec le taux de croissance le plus élevé dans la région asiatique après la Chine. La

spécificité des transitions vietnamiennes consiste à amorcer le passage d'une économie marxiste-léniniste, encore bien solidement ancrée sur le plan politique, vers une forme inédite d'économie de marché. Le développement rapide de ce pays est remarquable. Nous constatons que le Vietnam cumule les caractéristiques des pays en développement du Sud asiatique et des pays en transition de l'Est socialiste.

CHAPITRE IV

PRÉSENTATION DU SYSTÈME FINANCIER

Le système financier est un élément central du fonctionnement de l'économie moderne. Il établit un cadre qui facilite l'échange de biens, de services et de capitaux, et qui soutient une saine économie. Le système financier comprend les institutions financières, les marchés financiers et l'ensemble des règlements qui régissent la circulation de la monnaie dans l'économie et facilitent son utilisation à diverses fins. Pour une nation, un des objectifs centraux consiste à favoriser le développement continu des conditions nécessaires à la stabilité économique et financière pour la croissance économique et l'intégration économique mondiale.

Avant les réformes économiques au Vietnam, le secteur financier de ce pays a essentiellement consisté en une banque centrale avec les diverses filiales dont la fonction principale était de distribuer le crédit aux entreprises publiques et de contrôler les dépôts de ces mêmes entreprises. Le secteur financier du Vietnam demeure sous-développé à ce jour, et la crise financière asiatique de 1997 a mis en évidence leur vulnérabilité. Cette partie présente un système financier du Vietnam en période de transition.

4.1. Système bancaire et marchés financiers

Depuis la décision historique d'application de la politique « porte ouverte », le pays a connu beaucoup de changements. Dans le secteur financier, les changements se sont manifestés dès 1988. Dans le Vietnam d'avant la réforme de 1986, la perception du système bancaire se résume à l'idée que « la banque est un simple organisme comptable, sous juridiction de la Banque d'État, chargé de recevoir des dépôts des ménages et d'enregistrer les transactions financières résultant des allocations du crédit dans le cadre

du plan central. Jusqu'au milieu de 1987, la Banque d'État du Vietnam administre le plan national par le truchement de 41 succursales situées dans les 37 provinces et les 4 grandes villes. Il s'agissait alors d'un système mono bancaire »⁶. Il n'existe donc pas de banques commerciales.

Depuis 1988, selon la décision N53⁷ du 26 mars 1988 du gouvernement vietnamien, le système mono bancaire a été remplacé par un système bancaire à deux niveaux : Banque d'État (propriété de l'état à 100%) et banques commerciales. La Banque d'État du Vietnam est définie comme une Banque centrale, avec des fonctions classiques comme le rôle essentiel de stabilisateur économique nécessaire au développement de son système financier et de supervision des activités des banques commerciales. Les six banques commerciales : La Banque de développement agricole, la Banque import - export, la Banque de commerce et d'industrie, la Banque d'investissement, la Banque pour servir les pauvres et la Banque de développement du logement du Delta du Mékong. Le principal rôle de ces six banques commerciales est de fournir le crédit aux producteurs et consommateurs pour accélérer le développement des activités économiques. Le système bancaire s'est développé et comprend actuellement plusieurs types des banques dont des banques publiques, des banques commerciales par actions, des banques en joint-venture et des banques étrangères. Les changements réels du fonctionnement du système bancaire du Vietnam ont vraiment eu lieu dans les années 90, quand le pays a commencé à accueillir les banques étrangères pour augmenter la compétition avec les banques domestiques. En dehors de ces banques commerciales, « il y a 37 banques commerciales par actions, 5 joint-ventures bancaires, 71 succursales et représentants de banques étrangères et environ 1000 caisses d'épargne et de crédits »⁸.

En ce qui concerne le marché des devises, la banque d'État, depuis 1993, exerce un contrôle serré sur les réserves en devises. Grâce au système de marché interbancaire, la Banque d'État peut dorénavant effectuer des transactions en dôngs, la monnaie

⁶ Vietnam : Une économie en transition. Projet d'étude internationale, UQAM 1997, p.32.

⁷ « Government report », 1988, p 52.

⁸ Source : Rapport 2004 de Banque d'État du Vietnam

vietnamienne. De plus, la Banque d'État a créé un marché de devise dans le cadre de ses nouvelles politiques. Ce marché permet aux institutions financières d'obtenir du crédit. Ce crédit est attribué par certaines banques affichant des surplus de devises.

En ce qui concerne le marché de change, il apparaît au début des années 90. Avant la réforme au Vietnam, le marché de change pratiquait un système de contrôle des changes hautement centralisé. La réforme a porté sur les aspects suivants : combinaison du contrôle planifié avec la régulation du marché, réduction de l'étendue du plan directif et élargissement du plan indicateur, création d'un marché de cession des devises et mise en valeur du rôle régulateur du marché. Sur ce marché, les transactions sont en devises étrangères et ouvertes pour les banques commerciales, les institutions de crédits et les autres entités économiques. La Banque d'État participe activement sur ce marché pour maintenir un taux de change relativement stable, intervient comme un agent de dernier ressort et également comme l'agent le plus important dans ce marché.

En ce qui concerne le marché des bons du Trésor, ce marché s'est établi en 1995. Maintenant, ce marché est encore peu développé et n'a pas encore un volume suffisant. La Banque d'État est responsable d'organiser les adjudications des bons du Trésor.

4.2. Bourse

Depuis la fin de 1996, en reconnaissant le rôle important du marché boursier dans le développement de l'économie nationale et la tendance du développement général du marché régional et mondial, le gouvernement du Vietnam a décidé d'inaugurer le Comité d'État de la Bourse (CEB) qui est sous la direction du Ministère des Finances, en espérant que la naissance du Comité d'État de la Bourse sera un moteur du développement socio-économique du Vietnam qui s'engage sur la voie de la mobilisation du capital pour l'industrialisation et la modernisation du pays et ainsi que l'accélération de ses réformes économiques.

Hồ Chí Minh, ville commerciale la plus importante, a été choisie pour accueillir le premier marché boursier du Vietnam. Les premières activités du marché boursier ont eu lieu le 20 juillet 2000, et la première transaction sur les titres s'est produite le 28 juillet 2000 au Centre de transactions boursières de Hồ Chí Minh (Securities Trading Centre - STC). La création de ce marché boursier a marqué le deuxième événement important qui suscite la confiance des milieux d'affaires, et ce, juste une semaine après la signature d'un accord commercial historique entre Hanoi et Washington. Ces deux événements revêtent une importance particulière dans le développement économique du Vietnam.

En résumé, nous trouvons que le secteur financier du Vietnam a beaucoup changé depuis la réforme, surtout dans la période de transition vers l'économie de marché. Mais il est encore sous-développé, peu ouvert dans la région et le monde, et souffre encore de l'interventionnisme étatique. Ainsi que nous l'a suggéré l'exposé théorique de la première partie de ce projet, le développement économique rapide du Vietnam repose sur l'exigence d'un système financier adéquat. Par conséquent, la mise sur pied d'un système financier efficace constitue un outil indispensable au développement économique du Vietnam.

CHAPITRE V

RÉFORME FINANCIÈRE

La réforme des systèmes financiers a pour objectif d'identifier les points forts, les risques et les points vulnérables du système financier national tout en identifiant les besoins du pays en matière de développement économique. La réforme a deux axes complémentaires pour les autorités de ce pays. Le premier a un objectif principalement qualitatif : permettre une plus grande efficience informationnelle⁹ des marchés financiers et des institutions financières. Le second a un objectif quantitatif : drainer davantage de liquidités vers les bourses de valeurs.

Nous présentons ici les trois réformes financières les plus importantes pour le gouvernement vietnamien à savoir la libéralisation financière, la réforme des systèmes bancaires et le développement du marché boursier dans le processus du développement économique et l'intégration économique régionale et mondiale au XXIème siècle.

5.1. Libéralisation financière et réforme bancaire : L'expérience de la Chine

Le modèle de développement industriel asiatique s'est caractérisé par un fort niveau d'interventionnisme dans le secteur financier, dans le cadre d'une répression financière plus ou moins marquée. La «répression financière» fait référence aux contraintes et restrictions qui pèsent sur les systèmes financiers des ces pays. La répression financière freine alors l'approfondissement financier et de façon indirecte, le développement économique. Dans des travaux très connus Mac Kinnon (1973) et Shaw (1973) plaident pour l'élimination de toute restriction financière c'est-à-dire pour une politique de libéralisation financière, notamment l'abaissement des réserves obligatoires et

⁹ Sur la base de la théorie de l'efficience des marchés financiers de Fama (1970) et Tobin (1984).

l'abandon du dirigisme dans l'allocation des crédits, considérée comme une des solutions au développement et à la croissance économique.

Nous nous intéresserons ici aux programmes de libéralisation financière au Vietnam qui datent du milieu des années 90 dans cette partie et notre objectif est de savoir pourquoi cette libéralisation financière s'est imposée comme une nécessité aux autorités monétaires de ces pays dont l'interventionnisme financier, caractérisé par la répression des taux, a constitué le pilier du système d'allocation des ressources financières tout au long du processus de développement économique.

Dans la plupart des pays, la libéralisation a été mise en place dans le cadre plus large des programmes d'ajustement structurel et concernant particulièrement l'élimination de contrôle des taux d'intérêt, l'abaissement des conditions de réserves obligatoires des banques, la réduction des interférences gouvernementales dans les décisions de prêt des banques, la privatisation des banques nationales, l'introduction de la concurrence de banques étrangères et la facilitation et l'encouragement des apports de capitaux. Concernant les programmes d'ajustement structurel, ils devaient permettre de réunir les conditions de réussite de la libéralisation financière, c'est-à-dire assurer un environnement macro-économique stable, réduire les déficits budgétaires et maîtriser l'inflation.

L'objectif principal de la libéralisation financière est l'accroissement de l'épargne et de l'investissement et l'approfondissement financier. L'accumulation d'une épargne monétaire favorise l'autofinancement en encourageant l'utilisation optimale des ressources. De 1989 à 2001, l'investissement domestique brut et l'épargne domestique brute se sont développés beaucoup plus rapidement que le PIB nominal, augmentant respectivement de 11.6 et 3.5 en pourcentage du PIB en 1989, et 30.9% (respectivement 28.8 %) en 2001¹⁰. L'augmentation de la part de l'investissement dans le PIB était à la base de la capacité de production croissante de l'économie; et la croissance de l'épargne domestique a permis de financer cette croissance de la capacité de production de façon

¹⁰ Voir le tableau 5.1: Taux d'épargne et d'investissement de 1989 à 2001

interne à l'économie. Cependant, pour un pays à faible revenu par habitant, le taux d'investissement et le taux d'épargne étaient tout à fait hauts, bien que pas aussi élevés qu'en Chine. Cela nous montre que le système financier du Vietnam est de plus en plus libéré bien qu'il soit encore sujet à quelques réglementations.

Tableau 5.1 : Taux d'épargne et d'investissement de 1989 à 2001

Années	Pourcentage de PIB		Taux PIB Nominal
	Investissement domestique brut	Épargne domestique brut	
1989	11.6	3.5	4.7
1990	14.4	2.9	5.1
1991	15	10.1	5.8
1992	17.6	13.8	8.7
1993	24.3	16.8	8.1
1994	24.3	17.1	8.8
1995	26.4	18.2	9.5
1996	26.5	17.2	9.3
1997	27.4	20.1	8.2
1998	28.7	21.5	5.8
1999	27.6	24.6	4.8
2000	29.6	27.1	6.8
2001	30.9	28.8	6.8

Source: ADB (2002) Key indicators of Asia and the Pacific, IMF, International Financial Statistics (2002), various issues.

En effet, les établissements multilatéraux, particulièrement le FMI (Fond monétaire international) et l'ADB (Banque asiatique de développement), jouent les rôles principaux dans les réformes financières au Vietnam. Le FMI s'est intéressé en particulier aux aspects macro des agrégats monétaires ainsi qu'aux réformes financières des opérations bancaires et non bancaires. On peut voir dans le tableau que la croissance monétaire et la croissance des crédits étaient rapides dans la deuxième moitié des années 80 et au début des années 1990. Ceci s'est ralenti au milieu des années 90 et ce jusqu'en 1997 en raison de

l'inflation du milieu de la décennie, qui a atteint 10.2 % et 5.7 %, respectivement, en 1995 et 1996. La diminution dans l'expansion monétaire a été associée à la baisse du taux d'inflation, bien qu'il y ait eu une période transitoire en 1998 due à la crise financière asiatique, qui du même coup a amené une dépréciation en ce sens qu'elle a affecté les prix internes. En dépit de l'expansion monétaire accrue en 1999 et 2000, l'inflation est demeurée basse, devenant négative en 2000 et 2001. Ces statistiques indiquent que la corrélation entre les augmentations de l'approvisionnement monétaire et l'inflation était lâche, la faible demande reflétant peut-être les besoins excessifs d'argent nécessaire à l'approfondissement financier. Le taux d'inflation a atteint 4 % en 2001, et augmentera peut-être à 7% en 2005. Cela s'explique par des raisons comme la hausse du prix du pétrole dans le monde à cause de la guerre en Irak, les maladies de la grippe aviaire, la hausse du courant de l'investissement direct étranger des ces deux dernières années.

Tableau 5.2 : Taux d'intérêt, taux d'inflation et rendement en Dong, 1992-2004

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Taux de dépôt en Dong	34.1	20.4	16.8	16.8	9.6	9.6	9.6
Changement dans taux de change	-8.1	2.6	1.9	-0.3	1.2	10.3	13
Rendement en Dong	42.2	17.8	14.9	17.1	8.4	-0.7	-3.4
Taux d'intérêt en US	4.1	3.2	3.5	4.5	4.8	5	5
Gap, savings rate	38.2	14.6	11.4	12.6	3.6	-5.7	-8.4
Taux de prêt en Dong					20.1	14.4	14.4
Gap, entre taux de dépôt et taux de prêt					10.5	4.8	4.8
Taux d'inflation				10.2	5.7	3.2	7.2
Taux de croissance				9.5	9.3	8.2	5.8

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Taux de dépôt en Dong	5.3	4.5	6	6.3		
Changement dans taux de change	1	3.5	3.9	1.9		
Rendement en Dong	4.3	1	2	4.4		
Taux d'intérêt en US	4.7	4.4	3	2		
Gap, savings rate	-0.4	-3.4	-1	2.4		
Taux de prêt en Dong	12.7	10.6	9.4	8.7		
Gap, entre taux de dépôt et taux de prêt	7.5	6.1	3.5	2.3		
Taux d'inflation	4.1	-1.7	-0.4	4	4.8	7
Taux de croissance	4.8	6.8	6.8	7	7.2	7.5

Source : ADB (2002) Key indicators of Asia and the Pacific, IMF, International Financial Statistics (2002), various issues.

- Note :
- (1) Taux de dépôt moins changement dans le taux de change
 - (2) Rendement en Dong moins Taux d'intérêt en US
 - (3) Taux de prêt moins taux de dépôt

La libéralisation financière est un pilier important de la réforme du système bancaire au Vietnam. Le Vietnam a été pendant longtemps une économie planifiée au sens le plus strict du terme, l'intervention gouvernementale dans le système bancaire vietnamien était massive sous certains aspects. Toutefois, l'interventionnisme du gouvernement du Vietnam sur le système bancaire est réduit depuis le milieu des années 1990.

Les principaux aspects de la libéralisation financière entreprise par le gouvernement du Vietnam comprennent:

- L'abaissement du taux de réserve obligatoire ;
- La libéralisation des taux d'intérêt sur devise étrangère et le dong sur prêt et dépôt ;
- Le régime du taux de change ;
- L'autorisation des participations étrangères dans les activités bancaires au Vietnam ;
- La privatisation des banques d'état.

5.1.1. Abaissement du taux de réserve obligatoire :

Les réserves obligatoires sont considérées comme un des quatre instruments efficaces de la politique monétaire du Vietnam (limite de crédit, taux de refinancement, réserves obligatoires, taux d'intérêt) afin de contrôler l'offre excédentaire de monnaie et l'inflation. Pour avoir une libéralisation financière, ce taux de réserve doit baisser. Mais, l'abaissement de la rémunération des réserves obligatoires peut d'un côté conduire les banques à réduire le volume de leurs réserves, et de l'autre accélérer la circulation des capitaux. Pour un pays dans une situation de besoin de capitaux comme le Vietnam, cet indicateur devient important en tant que signal pour les potentiels investisseurs. Jusqu'en mars 1994, les banques étaient obligées de maintenir de 10% à 35% de leurs dépôts totaux (y compris les dépôts en monnaies étrangères) comme une réserve minimum. En 1995, le taux de réserve obligatoire de 10% était étendu à tous les types d'institutions et de dépôts,

à l'exception des dépôts de plus d'un an en monnaie locale. Mais, à partir de 1999, la Banque d'État a appliqué les trois taux de réserve aux trois types d'institutions¹¹. Ces taux ne sont pas restés stables dans le temps : relativement élevés jusqu'en août 2003, ils tombent à 1% par la suite et ce pour tous les trois types, suggérant d'importants mouvements de capitaux et donc une certaine libéralisation financière.

¹¹ Tableau suivant

Tableau 5.3 : Réserve obligatoire en % par an pour les institutions financières du Vietnam de 1999-2003

	Dec-99		Dec-00		Dec-01		Dec-02		Jul-03		Aug-03			
	< 12 mois		< 12 mois		< 12 mois		< 12 mois		< 12 mois		< 12 mois		<12 - 24 mois	
	Vnd	Usd	Vnd	Usd	Vnd	Usd	Vnd	Usd	Vnd	Usd	Vnd	Usd	Vnd	Usd
Banques commerciales étatiques														
Banques commerciales par action														
Filial des banques étrangères														
Banques joints-venture														
Compagnies financières	5	5	5	12	3	10	3	5	3	5	2	4	1	1
Banque de développement argiculture	3	3	3	12	2	10	2	5	2	5	1.5	4	1	1
Banque commerciale rurale par action														
Caisses d'épargne et de crédits	1	1	1	12	1	8	1	5	2	5	1	4	1	1

Source : Annual report 2003 State Bank of Vietnam

5.1.2. Taux d'intérêt :

Dans les années de transition, 1990-1998, la Banque d'État utilisait le taux d'intérêt comme un instrument de la politique monétaire. Le contrôle sur les taux d'intérêt change périodiquement.

La politique des taux d'intérêt et son orientation est bien définie dans la résolution du Parti communiste, le seul parti politique au Vietnam. Nous pouvons citer ici les décisions du Parti lors de son VII^e Congrès en 1996 et qui concernent les démarches envisagées dans l'orientation vers la libéralisation des taux d'intérêt et l'introduction des instruments indirects de la politique monétaire : « Établir les marchés financiers, former graduellement un marché boursier au Vietnam, transformer et développer rapidement la politique monétaire et les activités bancaires correspondant au mécanisme de marché. Améliorer et renforcer les instruments nouvellement établis et arriver à abolir le taux maximum, remplacer les instruments directs par des instruments indirects de la politique monétaire, qui comprendra le taux d'escompte, les opérations sur le marché ouvert, les réserves obligatoires »¹².

En effet, la hausse et la baisse du taux d'intérêt au Vietnam sont affectées par le taux d'intérêt américain de la FED¹³ à cause de la dollarisation sur le marché vietnamien. Par conséquent, le taux d'intérêt du Vietnam n'attire pas les investissements étrangers. La libéralisation des taux d'intérêt est un élément important des efforts du Vietnam dans le but d'augmenter le rôle des forces du marché dans l'attribution des ressources. C'est également un préalable pour augmenter la compétitivité des institutions financières, représenter les instruments monétaires basés sur le marché et à améliorer le mécanisme de transmission monétaire. Pour l'intégration financière dans le monde, le processus de libéralisation des taux d'intérêt a été progressif et n'est pas encore accompli. Selon les décisions du Parti de son VIII^e Congrès en 1996, la libéralisation des taux d'intérêt a commencé en laissant le

¹² Parti communiste du Vietnam. Résolution de 8^e Congrès du parti communiste du Vietnam, Hanoi 1996, p.172

¹³ Federal reserve system

taux de dépôts en dong (9.6%) fluctuer librement. Le gouvernement a libéralisé les taux d'intérêt sur les dépôts en devise étrangère en 1999, pour des prêts en devise étrangère en 2001, et pour des prêts en devise domestique en 2002. Le tableau ci-dessous illustre cet aspect ; en dépit des taux d'intérêt plafonds du début des années 90, les taux de dépôt en dong étaient tout à fait hauts, et beaucoup plus hauts que le taux d'intérêt du dollar.

Il est à noter que quand le taux d'intérêt sur les dépôts en Dong a été libéré en 1996 il est resté relativement stables plusieurs années. Tandis que les taux de dépôt augmentaient en 2001 et 2002, les marges entre les taux de prêt et les taux de dépôt diminuaient sensiblement. Ceci peut indiquer l'amélioration de l'intermédiation financière. Une étude de la Banque Mondiale en 2002 indique une tendance des banques vietnamiennes à ne pas concurrencer sur les taux d'intérêt mais sur les volumes de mobilisation de dépôt et de prêt.

Mais le processus de libéralisation des taux d'intérêt au Vietnam est plus lent par rapport à la Chine. En effet, nous constatons que la Chine a fortement progressé dans la politique de libéralisation des taux d'intérêt depuis les années 90¹⁴. Donc, le Vietnam doit promouvoir cette politique de libéralisation comme la Chine pour sortir de la situation de répression financière. De plus, la libre formation des taux d'intérêt permet d'internaliser le niveau d'inflation, ainsi que la rareté du capital. Le tableau ci-dessous illustre le processus de libéralisation financière de la Chine, dont le Vietnam peut s'inspirer ainsi qu'il est indiqué aux rubriques 2 et 3 du tableau suivant.

¹⁴ Tableau suivant

Tableau 5.4 : La chronologie de la politique de libéralisation du taux d'intérêt de la Chine
depuis 1990 à 2004

1. Liberalization of inter-bank lending rates	
1990	Pilot liberalization of inter-bank lending market and rates
1996	Creation of unified inter-bank market
1996	Abolish the upper limit of inter-bank lending rates
2. Liberalization of bond market interest rates	
1996	Market based issuance of government bonds on pilot market (stock market)
1997	Utilization of the inter-bank market to deal in inter-bank bond repo transactions. Liberalization of the bond repo interest rates
1998	Market-based issuance of financial bonds by the policy banks
1999	Market-based issuance of government bonds
3. Market-based reform of lending and deposit rates	
3.1 Foreign currency rates	
3.1.1 Loans	
1996	Introduction of foreign currency business in the commercial banks
2000	Liberalization of lending rates
3.1.2 Deposits	
2000	Liberalization of over 3m USD deposit rates
2001	Liberalization of small deposit rates of residents in foreign financial institutions
2002	Liberalization of deposit rates in GBP, FRF, CHF, CAD
2003	Lower limit of deposit rates removed
2004	Liberalization of small deposits rates with maturity above one year
3.2 RMB¹⁵ rates	
3.2.1 Loans	
1987	Surcharge until 20% on reference rates on loans (working capital)
1988	The bank changes to +/- 10% around reference rates
1989	Liberalization of upper limit of RMB lending rates
3.2.2 Deposits	
1999	Negotiation on rates on over 30m RMB deposits with maturity above 5 years for insurance companies
2004	All kind deposit rates can adjust downward

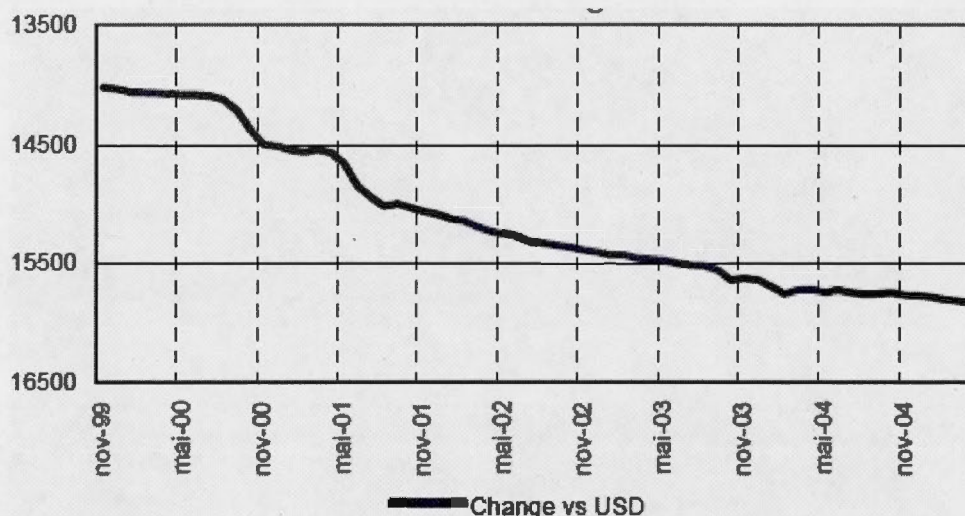
Source : Banque de Chine 2004 Rapport annuel 2004

¹⁵ La monnaie chinoise

5.1.3. Taux de change

La monnaie vietnamienne est le Dong. A l'heure actuelle, 1 USD vaut environ 16.000 Dongs. Le taux de change entre la monnaie du Vietnam et le dollar américain est fixé de manière totalement artificielle. La monnaie vietnamienne (le Dong) n'est pas convertible, et est restée relativement stable, la Banque d'État déterminant son taux, chaque jour. L'économie vietnamienne a été dollarisée dès l'ouverture économique. Toutes les transactions, importations et exportations, les achats de maisons, les paiements de salaires des institutions étrangères sont en dollars. Après des ajustements répétés de la valeur du dong par rapport au dollar en 1998 et 1999 (dévaluation de 20 % en deux ans) le Vietnam a adopté un système d'ancrage au dollar qui fait que la valeur de la monnaie locale ne peut varier quotidiennement +/- 0,1 % du taux interbancaire de la veille. Cette politique qui évite une dollarisation de l'économie vietnamienne et l'accroissement de la dette externe libellée en dollars, peut, à court terme, être très dommageable à la compétitivité externe des produits vietnamiens (notamment le cuir et le textile), fortement concurrencés par les économies voisines. Par conséquent, le FMI et la Banque Mondiale exigent que le gouvernement Vietnamien réévalue sa monnaie parce que la surévaluation du dong représente un risque pour les investisseurs étrangers, dont l'investissement en dollars US est converti en monnaie locale. En plus, le FMI et la Banque Mondiale trouvent que cette surévaluation du dong entrave les exportations et cause un faible développement économique. Mais le Vietnam ne peut pas réévaluer et diminuer la valeur du dong à cause des raisons suivantes : premièrement, les produits exportés du Vietnam sont de faible qualité, donc ils sont incapables de concurrencer avec les produits chinois dans le monde. Deuxièmement, l'inflation au Vietnam est maintenant élevée, 5% en 2004. Donc, si le gouvernement vietnamien surévalue le dong, ceci pourrait causer une hausse du taux d'inflation.

Figure 5.1: Taux de change Dong/USD, 1999-2004



Source : Banque d'État du Vietnam

Le régime du taux de change du Vietnam est tout à fait différent de celui de la Chine. Le gouvernement chinois a aussi choisi d'établir un taux de change fixe entre sa monnaie et le dollar US. Mais le taux de change chinois est sous-évalué. Depuis 2000, le yuan suit donc la baisse du dollar, ce qui accélère encore plus les exportations. Les exportations ayant été le moteur de la croissance de la Chine, grâce à des coûts salariaux très faibles (de 10 fois inférieurs à ceux des pays riches), ceci permet d'attirer d'importants flux de capitaux. L'interventionnisme du gouvernement chinois dans la fixation du taux de change a des impacts négatifs sur le déficit commercial des Etats-Unis et de l'Union Européenne. Les Etats-Unis et l'Union Européenne voudraient donc imposer une réévaluation du yuan pour rendre les produits chinois moins compétitifs par rapport à leurs produits. En juillet 2005, les autorités chinoises ont décidé d'accepter une réévaluation du yuan (à peine plus de 2 % !). Malgré la réévaluation du yuan, il semble que sa sous-évaluation reste incontestable. Cependant, il ne s'agit pas seulement de manipulation monétaire : elle résulte au fond de la non redistribution aux salariés chinois des fruits de la croissance.

En fin, le gouvernement vietnamien souhaite réévaluer sa monnaie pour accélérer l'exportation et attirer les investissements provenant de l'étranger comme la Chine, mais ces dernières années, il y a un sérieux risque d'une hausse de l'inflation.

Parallèlement aux réformes financières, le statut légal des entreprises étatiques nécessite un re-examen.

5.1.4. Privatisations :

Tout comme en Chine, l'État au Vietnam, maintient des mesures sévères de contrôle sur les sources de crédits et les prêts en devises étrangères. Avant les années 90, les entreprises d'État avaient le privilège de ne pas être soumises aux mêmes contraintes, mais aussi bénéficiaient de taux d'intérêts subventionnés. À l'opposée, les compagnies privées devaient surmonter de nombreuses difficultés dans leurs demandes de crédits. En dehors du secteur public, les propriétés privées ne peuvent servir de garantie pour les prêts de démarrage d'entreprises, raison pour laquelle au Vietnam les entreprises rurales et communales sont omniprésentes. Cela amène une économie planifiée lourde et stagnante. Par conséquent, la privatisation des entreprises publiques est un choix nécessaire de politique économique, fait par le gouvernement vietnamien dans le cadre du passage à l'économie de marché, décidé dès 1986. Nous trouvons que le processus de privatisation des entreprises publiques vietnamiennes est encore timide (il s'agit d'actionnarisation plus que de privatisation) notamment parce qu'il manque dans ce pays les conditions requises à son exécution (marché des capitaux insuffisant, fonctionnement inefficace de la Bourse ...). En plus, les multinationales, après la crise financière asiatique, ont poussé le gouvernement du Vietnam à réaliser le programme de privatisation des entreprises appartenant à l'état et surtout dans le secteur bancaire.

Le système bancaire vietnamien accélère son processus de réforme financière afin de répondre aux impératifs de son intégration internationale, particulièrement à la veille de l'entrée à l'Organisation Mondiale du Commerce - OMC à la fin 2006, avec comme

priorité la promulgation de l'Ordonnance sur la gestion des devises. Le programme d'actionnarisation des banques du Vietnam avance, quoique à un rythme plus lent qu'initialement prévu.

En 1995, le gouvernement vietnamien permet aux personnes physiques et aux institutions étrangères d'acheter les actions des banques commerciales par action avec un quota inférieur à 20 et 30% respectivement.

En effet, l'ordonnance sur la gestion des devises sera un événement important prouvant l'engagement du pays dans le secteur bancaire pour son entrée à l'OMC. L'ordonnance sera la base juridique pour libéraliser les échanges. Elle autorisera les Vietnamiens à envoyer leur argent à l'étranger, et vice versa, ainsi que d'emprunter ou de payer directement à l'étranger. Les accords sur l'ouverture du marché financier poussent le système bancaire vietnamien à accélérer ses réformes et la préparation de sa stratégie d'action. La Banque d'Etat a ainsi publié les dispositions devant régir les activités des banques commerciales, en particulier l'actionnarisation des banques commerciales étatiques. La Banque du commerce extérieur (Vietcombank) et la Banque des logements du delta du Mékong sont ainsi les toutes premières à faire l'expérience d'une privatisation. A l'horizon 2010, toutes les banques commerciales étatiques devraient avoir subi ce processus.

Une étape importante et peut-être la plus difficile dans l'actionnarisation de la Vietcombank en 2005 concerne l'évaluation de ses actifs. En effet, avec 53 filiales et 35 bureaux de transactions, la Vietcombank est la plus grande banque commerciale vietnamienne et la première à ouvrir des compagnies affiliées et des bureaux à l'étranger : Hong Kong, Singapour, Russie, États-Unis et France. L'établissement bancaire possède actuellement des fonds propres estimés à 4.042 milliards de dôngs et apportera bientôt 548 milliards de dôngs de plus. Le reste de l'argent nécessaire à cette transformation des statuts, estimé à 4.410 milliards de dôngs, sera mobilisé grâce à l'émission de titres. Dans le processus d'actionnarisation, la direction de Vietcombank a arrêté une stratégie de

trois composantes majeures. La première, une part de ses actions (valeur unitaire fixée à 100 millions de dôngs) sera réservée aux 4000 employés de l'entreprise. Il s'agira d'une source d'investissement importante. La direction de Vietcombank a pensé par ailleurs à la cotation sur le marché boursier national et international, mais ce projet ne sera pas réalisé tout de suite. Enfin, autoriser les investisseurs étrangers qui s'y intéressent à acquérir des actions de Vietcombank, avec, bien sûr, des quotas mais peut être dans 5 ans. Quoiqu'il en soit, la gestion sera réorganisée pour que Vietcombank joue toujours un rôle principal dans l'économie nationale, parmi les autres banques étatiques. Nous pensons que l'évaluation des futures actions sera encore plus difficile et demandera des préparatifs minutieux. De plus, il n'est pas prévu d'accorder aux investisseurs étrangers le droit de posséder des actions de Vietcombank car le pays manque encore de lois appropriées.

Depuis 1978, en Chine, le rôle du secteur public a été rétréci incroyablement. Une étude de l'OCDE ¹⁶ en 2004 fait apparaître le grand dynamisme du secteur privé en Chine. Dans cette étude, ils estiment que les entreprises privées représentent 63% de la production globale du secteur commercial, soit une hausse de 9% par rapport en 1998. Si on ajoute les entreprises « collectives » avec la part des entreprises privées, le secteur privé atteint alors 71% en 2003. Dans le même temps, le secteur public peine. Cela explique une diminution de 14% de 1998 à 2003 dans le secteur public car la plupart des entreprises d'Etat ne sont pas rentables, d'où la croissance rapide du secteur privé dans les années récentes. Concernant le secteur financier, la Chine Construction Bank, l'une des principales banques commerciales chinoises a introduit en bourse une partie de son capital le 27 octobre 2005 au Hong kong Exchange. Nous trouvons que l'objectif de l'introduction en Bourse de la Chine Construction Bank, outre la levée de fonds, est de permettre aux investisseurs étrangers d'augmenter leur participation au capital, ce qui est remarquable dans le politique de libéralisation financière et une des clés de la réforme du secteur bancaire chinois. Le gouvernement vietnamien souhaite faire de Vietcombank la première banque à entrer en bourse dans 2 ans avec pour objectif de donner plus d'ampleur à la Bourse.

¹⁶ Annual report 2004 OCDE (Organisation for Economic Co-operation and Development).

5.1.5. Autorisation des participations étrangères dans les activités bancaires au Vietnam

Même si le gouvernement vietnamien considère que les institutions financières nationales jouent un rôle clef dans l'économie, les institutions financières étrangères (IFE), peuvent progressivement renforcer leur position dans le développement du marché financier et apporter une contribution considérable à la croissance économique. Grâce à la promulgation de la Loi bancaire étrangère, et de la Loi des institutions financières en 1997, la législation pour les opérations bancaires étrangères au Vietnam est de plus en plus perfectionnée. Maintenant, on note la présence de 25 branches de banques étrangères et 43 représentations de banques étrangères au Vietnam. Voir le tableau suivant :

Tableau 5.5 : La liste des représentations de banques étrangères au Vietnam

Numéro	Banques	Pays	Succursales	Autres succursales
1	BNP	France	Hochiminh City	Hochiminh City
2	BFCE	France	Hochiminh City	Hochiminh City
3	Credit Lyonnais	France	Hanoi	Hochiminh City
4	Banque Indosuez	France	Hochiminh City	Hochiminh City
5	Standard Chartered	England	Hanoi	Hochiminh City
6	Hongkong&Shanghai	England	Hochiminh City	Hochiminh City
7	ING	Holland	Hanoi	Hochiminh City
8	ABN Amro	Holland	Hanoi	Hochiminh City
9	Deutsche Bank	Germany	Hochiminh City	
10	Bangkok	Thailand	Hochiminh City	Hanoi
11	Thai Military	Thailand	Hochiminh City	
12	Chinfon	Taiwan	Hanoi	Hochiminh City
13	ICBC	Taiwan	Hochiminh City	
14	Bank of Tokyo and Mitsubishi	Japan	Hochiminh City	
15	Fuji Bank	Japan	Hanoi	Hochiminh City
16	UOB	Singapore	Hochiminh City	
17	KEPPLE	Singapore	Vung Tau	
18	Shinhan	Korea	Hochiminh City	
19	The Korea Exchange Bank	Korea	Hanoi	
20	May Bank	Malaysia	Hanoi	Hochiminh City
21	Bank of China	China	Hochiminh City	
22	Citibank	America	Hanoi	Hochiminh City
23	Bank of America	America	Hanoi	Hochiminh City
24	Chase Mahattant Bank	America	Hochiminh City	Hanoi
25	ANZ	Australia	Hanoi	Hochiminh City

Source : Banque d'État du Vietnam

Nous estimons que la présence des IFE peut influencer positivement le développement économique, particulièrement à travers le développement du secteur financier :

- Grâce aux opérations des IFE, la concurrence sur le marché local est renforcée et les ressources internes sont distribuées de manière plus efficace, dans la mesure où les IFE créent des incitations à développer le marché. Pendant les dix dernières années, les banques et institutions financières nationales ont subi une pression venant des IFE particulièrement dans le financement du commerce, le change, et l'assurance vie. Grâce à tout cela, nous constatons que les institutions financières nationales doivent mener une rénovation profonde.
- La présence des IFE au Vietnam permet aux intermédiaires financiers vietnamiens d'obtenir directement ou indirectement la technologie, les connaissances et compétences de gestion etc.
- En faisant des opérations au Vietnam, les institutions financières ont apporté des ressources financières considérables pour les investissements et le développement économique. A travers des services fournis aux entreprises étrangères au Vietnam et en tant que intermédiaire entre le Vietnam et le marché mondial, les institutions financières étrangères ont attiré également des investissements étrangers au Vietnam. Le bilan total en 2003 des banques étrangères sur le marché local a augmenté de « 15,5 % et représente 11,5% du système bancaire, et le volume de crédits octroyés atteint 8,9% du système »¹⁷.
- Grâce aux IFE on connaît la diversification des produits financiers et bancaires. De nombreux produits dérivés de la technologie comme le distributeur automatique, e-banking, carte de crédit répondent mieux aux besoins des clients. Certains instruments financiers et bancaires contre les risques de change, de taux d'intérêt des entreprises et banques, y compris les dérivés tels que swaft, forward répondant aux besoins délicats du marché, sont utilisés.

¹⁷ Source Banque d'État du Vietnam

Mais l'IFE a beaucoup d'inconvénients dans l'activité financière car le Vietnam n'est pas encore membre de l'OMC comme la Chine¹⁸. Nous trouvons que la politique de libéralisation des participations des institutions étrangères de la Chine a beaucoup changé depuis l'adhésion à l'OMC en 2001. Donc, il y a trois étapes que la Chine doit réaliser dans l'avenir. Première étape, les engagements de la Chine avec l'OMC impliquent pleinement l'ouverture du système financier et bancaire chinois aux organisations étrangères jusqu'à la fin 2006 ; mais cette procédure a été très progressive et prudente surtout pour la réalisation des transactions en devises étrangères. Comme deuxième étape, les banques étrangères ont été autorisées à offrir des services en devise locale aux entreprises étrangères et aux individus, quoique avec des restrictions géographiques (commençant dans les régions les plus riches), besoins de capitaux minimum élevés et normes de prudence serrées, comparés aux normes internationales. Troisièmement, en 2003, le marché de la devise domestique a été ouvert à la concurrence étrangère pour un nombre relativement important de grandes provinces. En conclusion, à compter de 2006, les banques étrangères pourront offrir tous les services bancaires dans la devise locale dans toutes les provinces et même aux ménages chinois. Les autorités chinoises ont récemment annoncé des mesures pour faciliter l'entrée des filiales étrangères, telles que lever l'interdiction d'ouvrir plus d'une succursale par an et réduire le capital minimum requis pour l'installation ou l'établissement d'une nouvelle branche. Après l'adhésion à l'OMC en 2001, le nombre de succursales de banques étrangères a augmenté de 157 à 192¹⁹ en 2004, dont certaines d'origine asiatique (Taiwan, la Corée du Sud and Hong kong) le nombre de représentations de banques étrangères a augmenté de 184 en 2001 à 223²⁰ en 2004.

Il ressort donc de l'analyse de l'expérience chinoise que l'adhésion à l'OMC a permis à la Chine d'en retirer d'importants bénéfices, notamment en terme de nouveaux flux d'investissement. À la lumière de cette expérience, le Vietnam pourrait également attirer un volume significatif de capitaux extérieurs en adoptant une stratégie similaire, c'est-à-dire adhérer à l'OMC.

¹⁸ Membre de l'OMC en décembre 2001

¹⁹ Banque de Chine. Rapport annuel 2004

²⁰ Banque de Chine. Rapport annuel 2004

5.2. Marché boursier : L'expérience de la Thaïlande et de la Chine

En mobilisant du capital pour industrialiser et moderniser le pays, le gouvernement vietnamien a démontré qu'il attachait de l'importance au développement de son marché boursier. Parmi les objectifs du marché boursier, on peut citer l'élargissement et l'augmentation des sources de financement des entreprises, l'amélioration progressive des mécanismes financiers, l'harmonisation des relations d'affaires avec les marchés étrangers. Le marché boursier vietnamien doit suivre les lois et principes internationaux. En effet, l'intermédiation, la spéculation, l'adjudication et la transparence sont les principes internationaux de base sur lesquels se développe le marché boursier vietnamien. Depuis son ouverture, le Vietnam a utilisé les banques pour créer des sociétés boursières et des intermédiaires financiers. Dès 2003, le Vietnam crée des filiales indépendantes du système bancaire pour assurer le commerce des titres financiers. Maintenant, le public peut créer aussi des sociétés boursières, mais doit passer par une procédure bureaucratique afin d'obtenir les certificats nécessaires à l'exploitation. Les sociétés boursières agissent comme intermédiaires et conseillers pour les clients et reçoivent conséquemment des commissions. Ces sociétés sont organisées sur le même modèle que les banques.

Actuellement, le centre de transactions boursières de Hồ Chí Minh, la première bourse du Vietnam, a pour fonction d'organiser, de gérer, d'administrer le système et de surveiller les activités de transactions des titres. Aux débuts, il se basait sur un système de transactions des titres développé en Thaïlande ; un nouveau système de transaction doit à présent être installé pour satisfaire les demandes croissances des participants. Notons qu'au jour de l'ouverture, il n'y avait que deux sociétés, la SACOM (télécommunications) et la REE (réfrigération) initialement introduites en bourse, et la majorité de ces transactions portait sur des obligations, des titres de compagnies et des certificats des fonds d'investissements. Les entreprises cotées en bourse sont des industries et des commerces divers, mais nous ne trouvons pas encore d'actions dans le domaine des services (finance, banque, assurance, télécommunication, aviation ...). Ceci s'explique par le fait que cette sphère de l'économie est encore sous le contrôle sévère du gouvernement. En dehors des actions des entreprises cotées, seules les obligations du gouvernement sont

émises et la plupart de ces obligations ont une échéance de 5 à 10 ans. L'intérêt des obligations à échéance de 5 ans est de 7% et celles de 10 ans de 9.2%.

Il y a maintenant deux mécanismes de transaction : l'appel aux enchères périodiques et les transactions négociées. Au début, les transactions avaient lieu les lundis, mercredis et vendredis pour des séances de trois heures en matinée. Depuis 1^{er} mars 2003, le marché est ouvert cinq jours par semaine et depuis le 20 mai 2003, il y a deux appels aux enchères par jour. La figure ci-dessous présente un graphique de l'évolution de l'indice Vn-index.

Pour l'année 2004, avec 25 sociétés cotées, et une modeste capitalisation boursière d'un montant global à peine égal à \$125 millions US (une valeur équivalente à la capitalisation boursière d'une seule journée sur le marché de Bangkok), avec un Vn-index de 308 points ²¹, on peut dire que les transactions sur le marché boursier du Vietnam sont encore limitées. À partir de l'année 2004, les investisseurs tant étrangers et domestiques, ont noté un progrès significatif sur le marché boursier grâce aux efforts que le Vietnam a consentis pour faire venir les entreprises et consolider la confiance des investisseurs, après une année 2003 marquée par la stagnation.

²¹ Graphique de l'indice Vn-index

- De nombreuses entreprises n'ont pas l'habitude de mobiliser leurs capitaux pour les placer en Bourse. Elles hésitent à rendre publiques des informations les concernant et à faire preuve de transparence financière pour être cotées en Bourse.
- La titrisation du capital des entreprises sous forme d'actionnariat - processus déterminant pour l'avenir de la Bourse, connaît actuellement un fort ralentissement. À cet égard, l'absence des grandes compagnies d'État est préoccupante.
- La Bourse nationale est loin de refléter le développement de l'économie du pays
- Le Bourse, au niveau des opérations, limite la participation des investisseurs étrangers avec un quota d'au plus 30%²³, c'est-à-dire un volume de 2.011.692 actions en circulation au lieu de 6.705.604 actions à compter du 31/12/2004.

Tableau 5.6: Échelle de transaction dans le marché boursier

Année	Volume (unité: 100 actions)					Capitalisation (1.000 Vnd)	
	N. de séances	Commande d'achat	Commande de la vente	Transaction	En moyenne	Transaction	En moyenne
2000	66	18.065.120	4.868.320	3.662.790	55.497	92.357.484	1.399.356
2001	151	53.781.440	38.346.650	17.811.430	117.956	931.151.629	6.166.567
2002	236	56.771.460	57.967.910	29.678.890	125.758	788.027.005	3.339.097

Source : Hochiminh city Securities Trading Center 2002

Nous suggérons que pour attirer des investissements dans le marché boursier, le gouvernement vietnamien doit réaliser la stratégie du développement du marché boursier national.

²³ Selon la Décision 146/2003/QĐ-TTg au 17/7/2003 du gouvernement du Viet nam. P30.

En premier lieu, le gouvernement devrait se préoccuper du développement de la taille de ce marché des valeurs pour atteindre la capitalisation boursière « de 3-5% du PIB en 2006 et 10-15% en 2010 »²⁴, dix années après l'ouverture. Tandis que la capitalisation boursière de la Thaïlande représente 69% en équivalent du PIB en 2004, 30 ans après sa création, et la capitalisation boursière de la Chine 40% en équivalent du PIB, après 15 ans. Le processus suivi par la Chine et la Thaïlande dans le développement des marchés boursiers fournit une expérience précieuse pour renforcer le marché boursier du Vietnam.

Ainsi, pour réaliser son objectif à l'horizon de 2010, il semble incontournable pour le Vietnam de :

- Développer ce marché des valeurs qui devient le canal de drainage des fonds le plus important après celui du secteur bancaire ;
- Se concentrer particulièrement sur le développement du marché des obligations afin de mobiliser des fonds pour le budget de l'État et l'investissement indispensable au développement. Les responsables boursiers devraient également augmenter le nombre de parts sur le marché des valeurs afin d'augmenter le capital des entreprises cotées.

En second lieu, le marché boursier contribue à augmenter la perception et le dynamisme de l'économie surtout dans le programme de privatisation des entreprises étatiques. Le gouvernement ne cherche pas à privatiser l'ensemble de l'économie, mais plutôt à trouver un équilibre dans le cadre d'une économie mixte sur un modèle d'une « économie socialiste de marché », un modèle similaire à celui de la Chine. Tout comme la Chine, le gouvernement, d'ici à l'an 2010, devrait privatiser les grandes banques commerciales, les grandes entreprises monopoles dans le domaine d'électricité, l'eau, le transport aérien, l'informatique, etc., dans le but de permettre une ouverture du capital de ces entreprises et leur permettre d'entrer en Bourse dans l'avenir, renforçant ainsi le capital en circulation au sein de la Bourse.

²⁴ Selon le décret du gouvernement. Rapport annuel 2004

En troisième lieu, le gouvernement prévoit d'augmenter de 30% en 2000 la participation des investisseurs étrangers, à 49%²⁵ d'ici la fin 2005, suivant en cela le modèle de la Chine. Mais, nous trouvons que le niveau de 49% est assez haut parce qu'il y a des risques provenant de l'extérieur. Ainsi, à la suite de la crise financière asiatique, le marché boursier de la Thaïlande a été confronté à beaucoup de difficulté à causes des fonds retirés par les investisseurs étrangers. Après la crise financière, le gouvernement de la Thaïlande s'est efforcé d'attirer le capital des investisseurs locaux. Les marchés boursiers de la Thaïlande ont ainsi réussi à mobiliser « 71% d'investissement local en 2002 (21% étrangers) et 76 % en 2003 (18% pour les investisseurs étrangers) »²⁶.

En dernier lieu, le marché boursier contribue à augmenter l'efficacité du secteur financier bancaire. Il crée une concurrence directe avec la banque dans la mobilisation des fonds. Les transactions boursières sur le marché secondaire amènent à une gestion plus efficace, contribuant à améliorer les activités bancaires en qualité et en étendue.

De plus, le gouvernement vietnamien reconnaît que le développement de la Bourse joue un rôle important dans le processus d'intégration financière dans l'ASEAN (Association des Nations de l'Asie du Sud - Est) en particulier, et en Asie en général.

Depuis 1995, et notamment avec l'entrée de la Chine à l'OMC à la fin de 2001, le Vietnam a accéléré son processus d'intégration régionale et internationale et vise une adhésion à l'OMC vers la fin de 2006, soit 10 ans après le dépôt de sa candidature.

Dans le contexte de transition vers l'économie de marché et l'ouverture économique, le gouvernement vietnamien est confronté à plusieurs difficultés, dont le développement du marché financier qui s'avère une question difficile.

²⁵ Selon le décret du gouvernement. Rapport annuel 2004

²⁶ The stock of exchange of Thailand. Annual report Thai 2004.

Nous trouvons que le modèle de développement du marché boursier au Vietnam est assez similaire à celui de la Thaïlande même si le fonctionnement du marché au Vietnam est resté assujéti au contrôle et à de larges interventions de l'administration. L'accès à ce marché est strictement contrôlé par le Comité d'État de la Bourse, qui fixe le nombre d'entreprises autorisées à s'inscrire à la cote et le volume de capitaux à lever. Nous estimons donc que le développement du marché boursier vietnamien est un processus très complexe et fortement controversé. Il est vrai que ce marché a un long retard à rattraper par rapport à l'étranger. En plus, nous trouvons que le Vietnam doit accélérer le processus d'adhésion à L'OMC afin d'ouvrir sur l'extérieur et s'intégrer plus amplement et plus profondément dans la coopération et la concurrence des finances internationales.

La réforme financière est le processus le plus complexe dans la réforme économique. La réforme financière est un élément crucial d'une stratégie de croissance à long terme au Vietnam. La lecture des expériences chinoises et thaïlandaises offre néanmoins des repères essentiels pour la poursuite du processus initié. Les similitudes avec la Chine, et les différences avec la Thaïlande, sont autant d'éléments qui pourraient être exploités pour définir une approche (stratégie) propre au Vietnam et qui lui permettrait, en réalisant la synthèse de ces deux expériences, d'en tirer le meilleur de chaque et donc de connaître potentiellement une croissance économique encore plus forte que celle réalisée par chacun de ces pays.

PARTIE III

CONCLUSION

L'objectif de cette étude était d'analyser la relation entre le développement financier et la croissance économique du Vietnam, ainsi que la contribution de ses politiques de réforme financière en phase de transition pour en améliorer à l'efficacité.

Les grandes approches des problèmes économiques du premier chapitre dans la première partie ont été développées depuis deux cents ans. Les visions classiques, dont Adam Smith et David Ricardo sont les représentants les plus illustres, celle de Karl Marx ainsi que celle Keynes illustrent la diversité des perceptions à l'égard des mécanismes de marché, mais restent dans tous les cas des repères essentiels. Le premier chapitre a ainsi présenté les quatre grandes approches depuis Adam Smith, qui proposent une interprétation du système capitaliste, dans le cadre d'une organisation marchande des relations économiques. Ces économistes classiques et néoclassiques partagent le point de vue libéral selon lequel la concurrence marchande est capable de coordonner des activités privées et de réaliser une allocation efficace des ressources. L'analyse du marché, des règles de l'échange occupe donc une place centrale dans ces théories. Pour Marx et Keynes, au contraire, le système capitalisme, loin d'être régulé au mieux par le marché, engendre nécessairement la crise et la répression économique.

L'approche moderne du XXI^e siècle montre qu'un système financier efficace est incontestablement un moteur de croissance économique. En effet, les économistes modernes tel Walter Bagehot, Joseph Schumpeter, King et Levine et Greenwood et Smith etc. étudient la relation entre le développement du système financier et la croissance économique. Cette relation montre qu'il existe une interaction réciproque entre les deux

phénomènes. Ils arrivent à la conclusion commune qu'un système financier efficace peut contribuer à la croissance économique et une économie développée améliorer le système financier. Ainsi, l'interaction devient intimement liée.

La deuxième partie concernait l'étude de cas sur le développement financier et la politique de réforme du Vietnam en phase de transition. Nous étudions de façon générale le système financier du Vietnam. Nous trouvons que dans l'ensemble, le portrait du système financier du Vietnam semble plutôt terne. Une surévaluation du Dong, une très lente politique de libéralisation des taux d'intérêt, une limitation de la participation des institutions financières étrangères, un processus très lent de privatisation dans le secteur financier et une inefficacité du marché boursier sont autant d'imperfections dans le processus de développement d'un système financier. En plus, les circonstances économiques, politiques et bureaucratiques ont engendré un développement financier fragile et reposant sur des capitaux flottants qui ne peuvent pas contribuer au financement de l'économie vietnamienne. Le volume des capitaux conditionne non seulement la structure du système financier mais aussi son efficacité dans la contribution au financement de la reconstruction et du développement économique. Donc, le Vietnam devra appliquer des réformes financières structurelles profondes, similaires à celles qui ont cours dans la plupart des pays comme la Chine et la Thaïlande. Ceci est nécessaire pour accélérer le développement économique par rapport aux pays qui sont devenus des puissances économiques plus compétitives.

BIBLIOGRAPHIE

Articles

Bagehot, Walter. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*.

Danthine et Donaldson. 2002. *Intermediate financial theory*. Upper Saddle River, N.J. : Prentice Hall.

Greenwood et Smith, *Financial markets in development, and the development of financial markets*. 1997. *Journal of economic Dynamics and Control* 21.pp 145-181.

Goldsmith, Raymond. 1969. *Financial Structure Development*.

Hicks. John. 1969. *A theory of economic history*. Clarendon Press, Oxford.

King, Robert E. and Levine, Ross. (1993a). *Financial Intermediation and Economic Development in Financial Intermediation in the Construction of Europe*. Colin Mayer and Xavier Vives. London: Centre for Economic Policy and Research, pp. 156-89.

King, Robert E. and Levine, Ross. (1993b), *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right* in *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), pp. 717-37.

King, Robert E. and Levine, Ross. (1993c), *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence* in *Journal of Monetary Economics*, December, 32(3), pp. 513-42.

Levine, Ross. 1997. *Financial Development and Economic Growth*. *Journal of Economic Literature*, 35(2), pp. 688-726.

Lucas, Robert. 1988. *On the Mechanics of Economic Development* in *Journal of Monetary Econ* 22, pp 3-22.

McKinnon, Ronald. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Bookings Institution.

Robinson, Joan. 1952. *The Generalization of the General Theory in The rate of interest, and other essays*. London: Macmillan, pp 67-142.

Schumpeter, Joseph. 1912. *The Theory of Economic Development*. Leipzig: Dunker & Humblot.

Shaw, Edward S. 1973, *Financial deepening in economic development*. Oxford University Press, New York. NY.

Livres

Duboeuf, Françoise. 1999. *Introduction aux théories économiques*. Éditions La découverte, 120 pages.

Jessua, Claude. 1991. *Presse universitaire de France*. 584 pages.

L. Heilbroner, Robert. 1970. *Les grands économistes*. Éditions du Seuil, 335 pages.

Tipton, Frank B. 1992. *Histoire économique*. Éditions Mentha, 73 pages.

Grefe, Xavier. *Principes de politique économique*. Economica, 286 pages.

Vigizzi, Michel. Dix grands auteurs en économie. 1995. *Presses universitaire de Grenoble*. 194 pages.

Baslé, Maurice. *Histoire des pensées économiques*. 1993. Sirey, 405 pages.

M. Montoussé. *Histoire de la pensée économique*. 2000. Bréal, 411 pages.

Autres documents

ADB (2002) *Key indicators of Asia and the Pacific*, IMF, International Financial Statistics

(2002), various issues.

Banque d'État du Vietnam. 2000. 2001. 2002. 2003. 2004. *Rapports annuels*.

Banque de Chine. 2004. *Rapport annue*.

Hochiminh city Securities Trading Center. 2002. *Annual report*. p 48.

General Statistics Office Of Vietnam (GSO. 2003. 2004. *Rapports annuels*.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE). *Annual report* 2004.

The stock of exchange of Thailand. 2004. *Annual report Thai*. p 135.

The stock of exchange of Vietnam. 2004. *Rapport annuel*. p 82.

Parti communiste du Vietnam. 1996.. *Résolution de 8^e Congrès du parti communiste du Vietnam*. Hanoi , p.172

Vietnam : « *Gouvernement report* ». 1988. p 52.

Vietnam : *Décision 146/2003/QĐ-TTg au 17/7/2003 du gouvernement du Viet nam*. p30.

Vietnam : *Décret du gouvernement*. 2004. *Rapport annuel*. p32.

Université du Québec à Montréal. 1997. *Une économie en transition*. Projet d'étude internationale. p.32.

<http://www.stockmarket.vnn.vn>

<http://www.hcmcstc.org.vn>

<http://www.bsc.com.vn>